

## 固收周报 20221127

### 反脆弱：公告下修后股债有何表现？

2022年11月27日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001  
010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016  
chenbm@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《二级资本债周度数据跟踪  
(20221121-20221125)》

2022-11-26

《绿色债券周度数据跟踪  
(20221121-20221125)》

2022-11-26

■ **公告下修后股债有何表现？** 2018至2022年10月发布过下修公告的转债共169只，其中部分转债曾多次发布下修公告。总结来说，在发行人公告下修后，短期内（15个交易日及以内）大部分转债可以实现正收益，而正股方面，尽管短期内能实现正收益，但整体小于转债且呈现出的规律性相对较弱。

■ **周度市场回顾：权益市场整体下跌，成交额大幅缩量。** 权益市场方面，多个指数走低，两市日均成交额环比回落16.76%；北上资金全周净流入74.48亿元。31个申万一级行业中20个行业收跌，其中11个行业跌幅超2%；房地产、建筑装饰、煤炭、银行、石油石化行业涨幅居前，社会服务、计算机、传媒、医药生物、美容护理行业跌幅居前。

**转债市场彰显抗跌属性，多数行业收涨。** 本周中证转债指数小幅上涨0.60%，29个申万一级行业中22个行业实现上涨。其中石油石化、汽车、公用事业、建筑装饰、煤炭行业涨幅居前，社会服务、医药生物、计算机、食品饮料、传媒行业跌幅居前；日均成交额环比回落3.38%；个券涨多跌少，约53%的个券上涨，约49%的个券涨幅位于-1%至1%区间。全市场转股溢价率持续缩窄，本周日均转股溢价率较上周减少0.95pct；分行业来看，本周17个行业转股溢价率有所缩窄，其中4个行业缩窄幅度超2pct。平价方面，20个行业转股平价有所走高，其中6个行业转股平价涨幅超2%。

■ **股债市场情绪对比：**相对于正股，转债周度涨跌幅整体更高；正股、转债成交额均缩量，相对于正股，转债成交额回落幅度更小且所处分位数水平更高；相对于正股，转债市场个股上涨的比例更高且能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪相对更优。

■ **核心观点：**本月以来，股债市场整体处于调整震荡期，资金投向分化、多空观点博弈、主线尚不明朗，市场情绪偏谨慎。目前股票、转债市场估值位于高性价比的底部区间，市场预期能否向好改善还需观察疫情情况、国内基本面情况、外部流动性环境及人民币汇率的变化。当前国内需求整体偏弱，短期来看，市场信心的重建与恢复仍需更多利好消息予以支撑，市场大概率仍将显现多空博弈的盘整行情，可适当增配抗跌性相对较强的转债。

**仍建议以安全性定择券思路。** 能源革命赛道具有可持续性，可长期关注，关注高景气的**电力新能源**板块，选择在大幅调整后、正股估值较为安全且细分行业空间较大的个券；积极布局疫后稳增长的相关板块，包括前期调整充分、估值相对合理的**泛消费**板块，以及**银行、交运**等防守性较强的板块；抓住短期供需错配带来的结构性机会，可参与**煤炭、燃气、生猪养殖**等板块的投资机会；此外，对于长期逻辑成立、短期表现呈现相对韧性的**军工**等板块，符合国家长期战略的**信创**等板块，可以积极挖掘其中个券的机会。**券商**板块行业政策仍有一定不确定性，但是考虑到当下的估值水平，仍有积极配置意义。

**稳健组合推荐：**浙22转债、招路转债、大秦转债、希望转2、苏银转债、成银转债。**弹性组合推荐：**福能转债、密卫转债、金盘转债、高测转债、太极转债、杭氧转债、汉得转债、三角转债、天壕转债。

**新债推荐：**本周申购标的涉及光伏封装胶膜（福22转债）、钛白粉（惠云转债）、高性能钕铁硼永磁材料（正海转债）、MO源产品（南电转债）、汽车底盘齿环（豪能转债）热门赛道。

■ **风险提示：**（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

## 内容目录

1. 公告下修后股债有何表现? .....	4
2. 周度市场回顾 .....	6
2.1. 权益市场整体下跌, 成交额大幅缩量 .....	6
2.2. 转债市场彰显抗跌属性, 多数行业收涨 .....	8
2.3. 股债市场情绪对比 .....	13
3. 后市观点及投资策略 .....	15
4. 新债申购标的一览 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1:	万得全 A 和中证转债指数累计涨跌幅 (单位: %)	6
图 2:	本周各指数涨跌幅 (单位: %)	6
图 3:	本周三大指数日涨跌幅 (单位: %)	7
图 4:	每日两市成交额 (单位: 亿元)	7
图 5:	本周 A 股市场各行业涨跌幅 (单位: %)	8
图 6:	本周正股和转债各行业涨跌幅 (单位: %)	9
图 7:	本周转债市场成交额 (单位: 亿元)	9
图 8:	本周转债成交额前十名 (单位: 亿元)	9
图 9:	转债个券周度涨跌幅分布 (纵轴单位: 只; 横轴单位: %)	10
图 10:	转股溢价率走势 (剔除炒作券) (单位: %)	11
图 11:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分价格) (单位: %)	11
图 12:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分平价) (单位: %)	11
图 13:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分评级) (单位: %)	12
图 14:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分规模) (单位: %)	12
图 15:	本周转债各行业日均转股溢价率 (单位: %)	12
图 16:	本周转债各行业日均转股平价 (单位: 元, %)	13
表 1:	公告下修的转债行业及年份统计 (单位: 只)	4
表 2:	公告下修后转债及正股的涨跌幅表现 (单位: %)	5
表 3:	本周转债及正股市场交易情况	15
表 4:	稳健组合转债列表 (亿元, 元, %, 无, 截至 2022/11/25)	17
表 5:	弹性组合转债列表 (亿元, 元, %, 无, 截至 2022/11/25)	17

## 1. 公告下修后股债有何表现？

上几周我们着重研究了转债的强赎条款，本周及下两周我们将研究另一项重要的转债条款——下修条款。下修是指在正股价格触发下修条件时发行人将有权利对转股价格实施向下修正，即降低转股价格，而触发条件一般为“公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 10（或 15）个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%（或 80%、90%）”。当触发下修条件后，公司董事会有权提议下修转股价格，并经由股东大会表决通过后予以实施。正常来说，下修之后的转股价格更低，则同等数量的转债可换成的股票数量增多（转股比例更大），那么转股价值（转股比例\*正股价格）就更高，从而推动转债价格上涨。下文以 2018 至 2022 年 10 月发布过下修公告的转债（含已退市转债）作为研究样本，探究下修公告后转债及正股的涨跌幅表现。

如下表所示，2018 至 2022 年 10 月发布过下修公告的转债共 169 只，其中部分转债曾多次发布下修公告。从公告日年份来看，2018-2020 年公告下修的转债数量大致相当，2021 年、尤其是 2022 年出现激增，光是在 2022 年公告下修的转债数量，就已达到这 5 年的 59%。从行业来看，公告下修的转债更多分布在医药生物、基础化工、电子、电力设备、计算机行业。

表1: 公告下修的转债行业及年份统计（单位：只）

申万一级行业	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	总计
医药生物	1		2	3	13	19
基础化工	1		1	2	10	14
电子	1	2		4	6	13
电力设备	2		1	1	9	13
计算机		1		2	10	13
机械设备		1		2	9	12
汽车	1				10	11
建筑装饰	1	2	1	4	3	11
有色金属		1	1	1	5	8
银行	2		1	3		6
纺织服饰			2	4		6
轻工制造			2	1	3	6
通信		2		2		4
传媒	1	2		1		4
钢铁					4	4
建筑材料					4	4
公用事业				1	2	3
农林牧渔		1			2	3
非银金融				1	2	3

交通运输		1			2	3
环保	1				1	2
社会服务					2	2
石油石化					2	2
国防军工				1		1
房地产		1				1
商贸零售		1				1
总计	11	15	11	33	99	169

数据来源：Wind，东吴证券研究所统计 注：下修公告日即预计触发下修条件的提示性公告日，若无发布提示性公告，则为董事会提议下修公告日

如下表所示，在发行人公告下修后：在转债表现方面，短期内（15 个交易日及以内），转债区间涨跌幅均值、中位值皆为正值，且 70% 以上的转债实现了正收益；其中在公告日后 15 个交易日内转债涨跌幅均值、中位值分别达 4.31%、3.21%。在正股表现方面，正股涨跌幅整体小于转债，在第三个交易日后才逐渐转为正收益，且实现正收益的正股占比在 50% 左右，远低于转债；其中在公告日后 15 个交易日内正股涨跌幅均值、中位值分别达 2.10%、1.55%

表2：公告下修后转债及正股的涨跌幅表现（单位：%）

项目	转债价格区间涨跌幅				
	平均值	中位值	最大值	最小值	大于等于 0% 数量占比
T	2.09	1.20	14.17	-1.96	73.62%
T+3	2.85	2.50	30.37	-8.91	75.90%
T+5	3.29	2.91	47.18	-6.71	80.24%
T+10	3.54	2.96	21.45	-6.79	77.84%
T+15	4.31	3.21	29.77	-10.91	73.81%
项目	正股价格区间涨跌幅				
	平均值	中位值	最大值	最小值	大于等于 0% 数量占比
T	-0.05	-0.10	16.10	-9.94	49.69%
T+3	0.22	-0.40	23.69	-17.39	46.15%
T+5	0.58	0.48	22.99	-20.50	53.25%
T+10	1.00	0.54	36.40	-20.75	52.66%
T+15	2.10	1.55	39.84	-23.40	56.21%

数据来源：Wind，东吴证券研究所统计 注：T 为下修公告日（若当日非交易日，则顺延至下一交易日），下修公告日即预计触发下修条件的提示性公告日，若无发布提示性公告，则为董事会提议下修公告日；T+3 为公告日后三个交易日，以此类推

总结来说，在发行人公告下修后，短期内（15个交易日及以内）大部分转债可以实现正收益，而正股方面，尽管短期内能实现正收益，但整体小于转债且呈现出的规律性相对较弱。该研究可为投资者进行转债投资时提供一定的参考价值，而上述统计数据仅体现出市场整体的情况，个券的涨跌仍会因为其行业、公司、当前经济情况等条件的不同而出现异于整体的表现。

## 2. 周度市场回顾

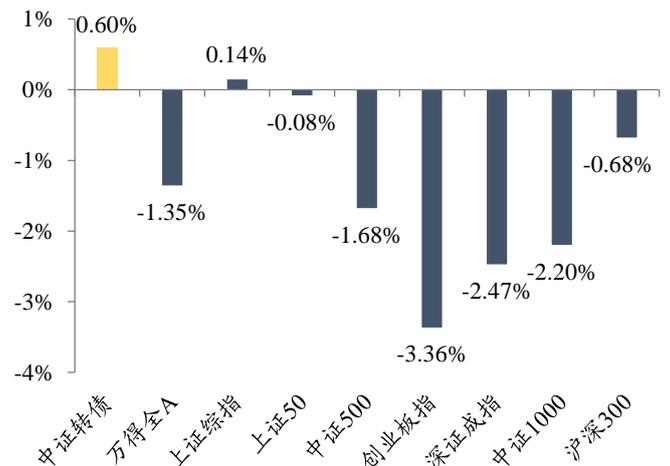
权益市场方面，本周（11月21日-11月25日）权益市场整体下跌：上证综指累计上涨0.14%，收报3101.69点；深证成指累计下跌2.47%，收报10904.27点；创业板指累计下跌3.36%，收报2309.36点；沪深300累计下跌0.68%，收报3775.78点。转债市场方面，转债市场整体小幅上涨，涨幅达0.60%，收报400.65点。

图1：万得全A和中证转债指数累计涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：本周各指数涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

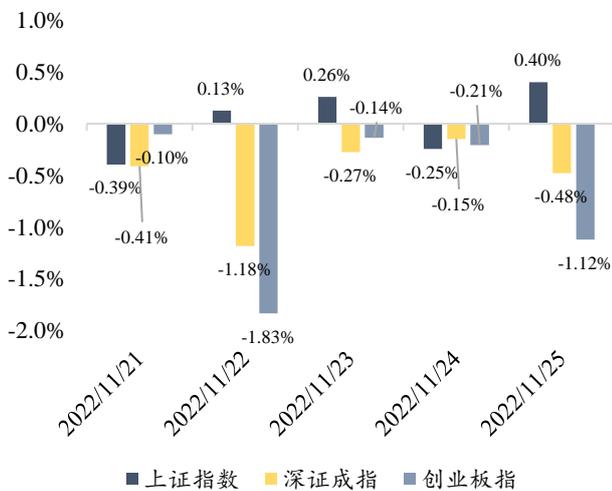
### 2.1. 权益市场整体下跌，成交额大幅缩量

本周（11月21日-11月25日）权益市场多个指数走低，周内多个交易日呈下跌走势；两市日均成交额较上周减少约1630余亿元至8131亿元，周度环比回落16.76%，本周各交易日两市成交额整体回落，其中周四、周五成交额（1124-1125）跌破8000亿元；北上资金全周净流入74.48亿元。

具体来看：周一（11月21日）上证指数、深证成指、创业板指皆小幅收跌，分别下跌0.39%、0.41%、0.10%；两市成交额较上一交易日缩量约1300亿元；个股涨多跌少，两市超2500只个股上涨，其中HJT电池、钠离子电池、工业母机、新冠检测等板

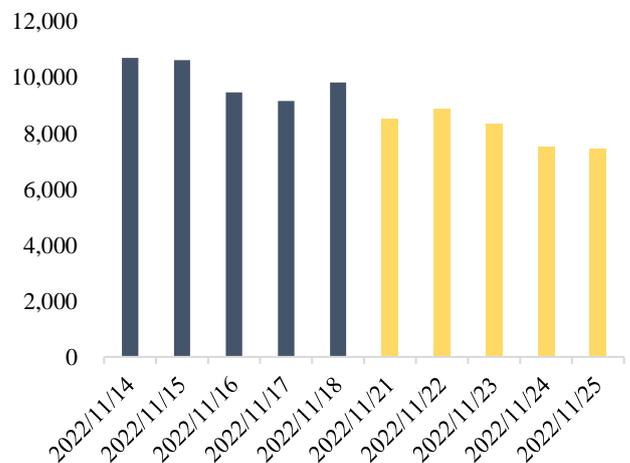
块涨幅居前，教育、旅游、手机游戏、饮料制造等板块跌幅居前；北向资金全天净流出 20.46 亿元。**周二（11 月 22 日）**三大指数走势分化，上证指数微涨 0.13%，深证成指、创业板指跌幅较大，分别下跌 1.18%、1.83%；两市成交额环比放量 350 余亿元；个股跌多涨少，超 3700 只个股下跌，其中中字头、教育、银行、港口等板块涨幅居前，供销社、医疗器械、中药、TOPCON 电池等板块跌幅居前；北向资金全天净流出 7.59 亿元。**周三（11 月 23 日）**上证指数微涨 0.26%，深证成指、创业板指分别下跌 0.27%、0.14%；两市成交额缩量 540 余亿元；总体上个股跌多涨少，超 3100 只个股下跌，中字头、TOPCON 电池、电力、钠离子电池等板块涨幅居前，中药、CRO、web3.0、教育等板块跌幅居前；北向资金全天净流入 15.65 亿元。**周四（11 月 24 日）**三大指数小幅收跌，上证指数、深证成指、创业板指分别下跌 0.25%、0.15%、0.21%；两市成交额缩量 820 余亿元；个股涨多跌少，超 2600 只个股上涨，其中钠离子、医药商业、贵金属、房地产等板块涨幅居前，中字头、电子竞技、机场、军工等板块跌幅居前；北向资金全天净流入 12.36 亿元。**周五（11 月 25 日）**上证指数上涨 0.40%，深证成指、创业板指分别下跌 0.48%、1.12%；两市成交额放量 80 余亿元；个股跌多涨少，超 3300 只个股下跌，其中房地产、银行、煤炭、燃气等板块涨幅居前，复合集流体、TOPCON 电池、钠离子电池、通信设备等板块跌幅居前；北向资金全天净流入 74.51 亿元。

图3: 本周三大指数日涨跌幅 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

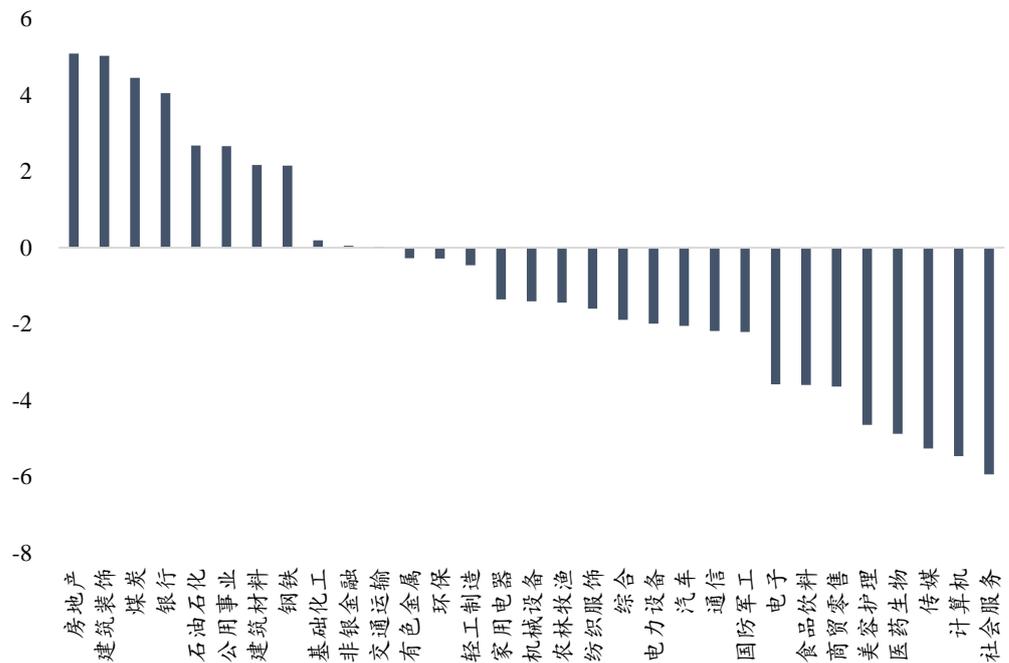
图4: 每日两市成交额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

行业方面，本周（11 月 21 日-11 月 25 日）31 个申万一级行业中 20 个行业收跌，其中 11 个行业跌幅超 2%；房地产、建筑装饰、煤炭、银行、石油石化行业涨幅居前，分别上涨 5.09%、5.03%、4.46%、4.05%、2.68%；而社会服务、计算机、传媒、医药生物、美容护理行业跌幅居前，分别下跌 5.94%、5.47%、5.26%、4.88%、4.65%。

图5: 本周 A 股市场各行业涨跌幅 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 转债市场彰显抗跌属性，多数行业收涨

本周(11月21日-11月25日)中证转债指数小幅上涨0.60%，29个申万一级行业中22个行业实现上涨。其中石油石化、汽车、公用事业、建筑装饰、煤炭行业涨幅居前，分别上涨3.40%、2.09%、1.89%、1.78%、1.64%；而社会服务、医药生物、计算机、食品饮料、传媒行业跌幅居前，分别下跌2.92%、1.90%、1.01%、0.52%、0.29%。转债市场成交额小幅缩量，日均成交额环比回落3.38%至721.76亿元；成交额前十为转债分别为特一转债、英联转债、华森转债、尚荣转债、华通转债、丰山转债、美联转债、日丰转债、胜蓝转债、大中转债，其中有4只转债亦在上周(11月14日-11月18日)前十名单内；周度前十成交额均值达151.65亿元，环比回落0.72%，成交额首位高达414.71

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\\_49353](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49353)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn