2020 年 12 月 21 日

宏观研究团队

转债市场的“信用”风险

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@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

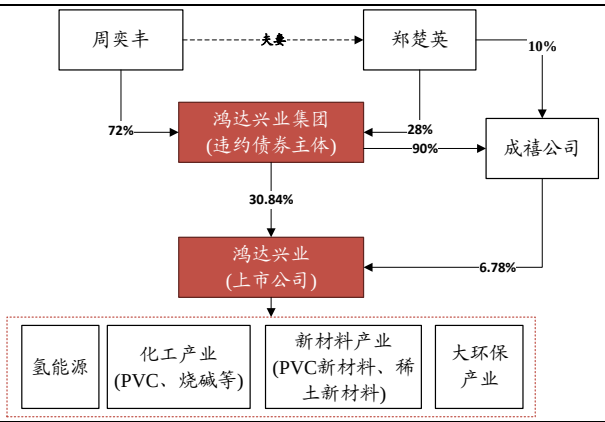
图 1: 上市公司鸿达兴业为鸿达兴业集团的子公司 3
图 2: 鸿达兴业集团债券违约事件 3
图 3: 2020 年以来，鸿达兴业集团的报表有所恶化 3
图 4: 12 月 15 日，鸿达兴业正股和转债均大幅下跌 3
图 5: 12 月 15 日，估值主动压缩个券超 180 只 4
图 6: 12 月 15 日以来，主动压估值个券占比大幅上升 4
图 7: 12 月 15 日以来，主动压估值幅度较大的个券 4
图 8: 信用风险对转债市场可能的影响逻辑 5
图 9: 2016 和 2018 年等时间点，首次违约家数上升 5
图 10: 信用风险影响下，转股溢价率多会阶段性 “主动”压缩 5
图 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

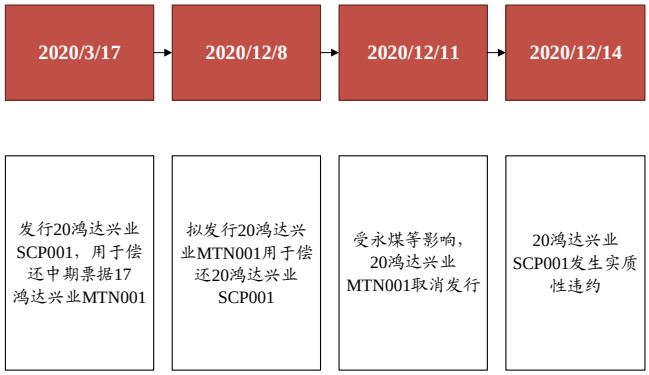
近日，鸿达兴业大股东鸿达兴业集团发行的超短融违约，再次引发市场对转债信用风险的担忧，当日正股跌停、转债收跌超 20%。疫情以来，鸿达兴业控股股东鸿达兴业集团现金流状况有所恶化，现金到期债务比持续为负。叠加永煤等信用风险事件的影响，集团再融资压力上升；12 月 11 日，拟用于偿还 20 鸿达兴业 SCP001 的 20 鸿达兴业 MTN001 取消发行，12 月 14 日，20 鸿达兴业 SCP001 发生实质性违约，债券余额 9.5 亿元。违约风险影响下，鸿达兴业正股和转债大幅下行；12 月 15 日，鸿达兴业正股跌停，鸿达转债跌幅超过 20%。

图1：上市公司鸿达兴业为鸿达兴业集团的子公司



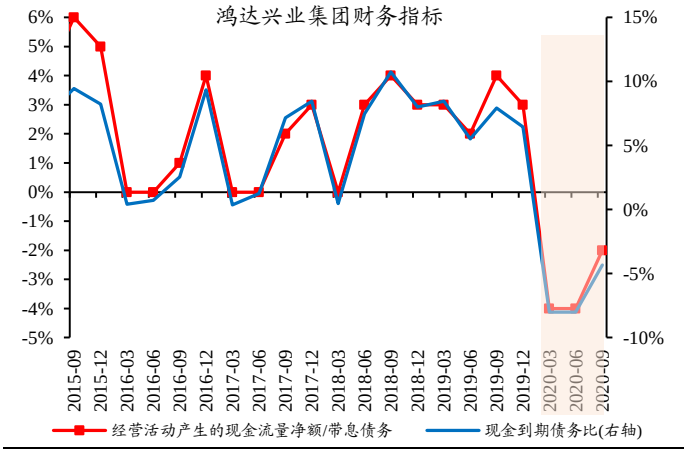
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图2：鸿达兴业集团债券违约事件



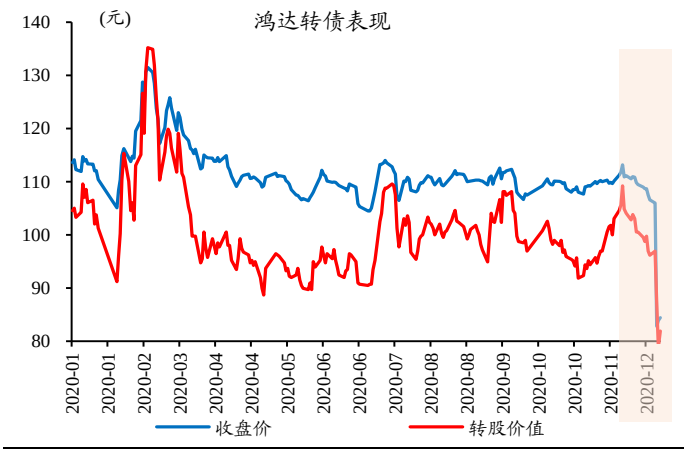
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

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

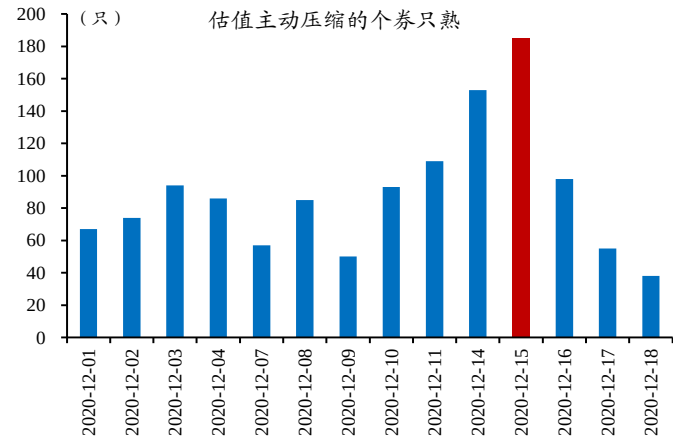
图4：12 月 15 日，鸿达兴业正股和转债均大幅下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

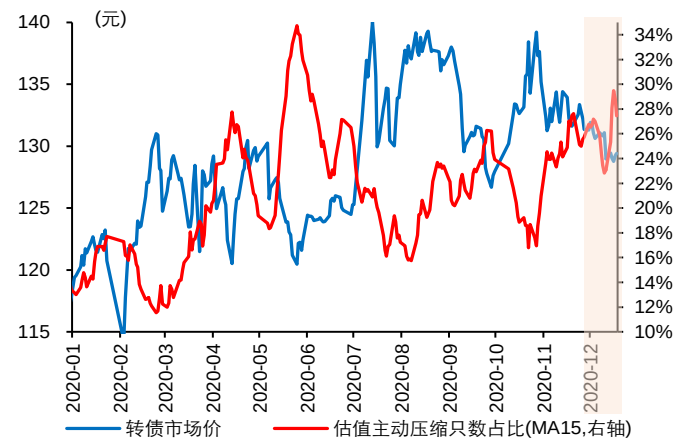
悲观情绪影响下，广汇、搜特等中低评级、偿债压力较大的低价券均大幅下跌、估值主动压缩。受鸿达兴业等信用风险事件的影响，12 月 15 日以来转债市场的估值大幅、主动压缩；12 月 15 日当日，估值主动压缩的个券只数超过 180 只。从个券类型来看，估值主动压缩的个券多为中低评级、正股资质稍弱的低价券，例如亚太、大业、广汇、华钰、本钢等。从转股溢价率的变化来看，各个平价区间的个券转股溢价率均值多有所下降，其中 90 到 100 元、100 到 110 元平价区间的个券转股溢价率约分别下降 2%、3%。

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



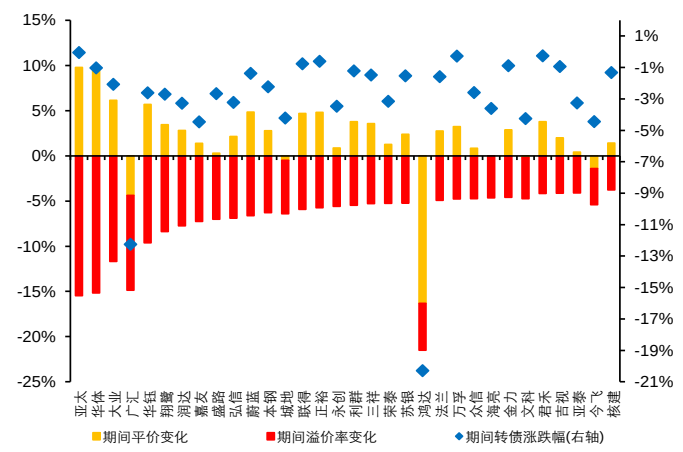
数据来源：Wind、开源证券研究所

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）

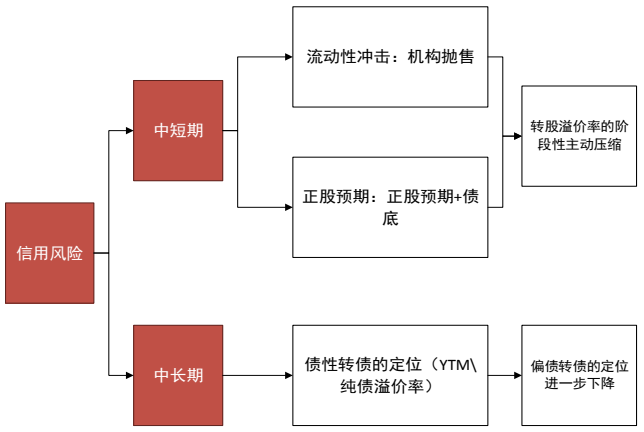
图7：12 月 15 日以来，主动压估值幅度较大的个券



数据来源：Wind、开源证券研究所

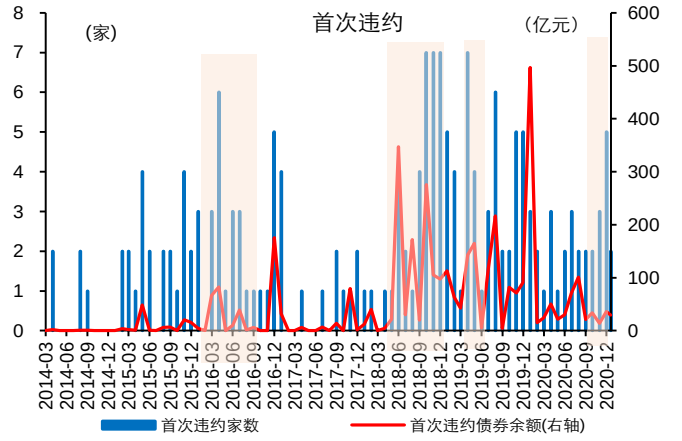
类似的信用风险事件冲击并非第一次发生，信用风险主要通过“流动性”和“正股预期”等两种路径影响转债市场。信用风险冲击下，机构流动性阶段性紧张，从而引发转债等资产抛售，主要影响银行等大盘转债及高价高溢价率品种；信用风险也可能导致市场对基本面较差的正股预期发生变化，主要影响部分可能存在信用瑕疵的个券。中长期来看，转债市场持续扩容过程中，信用风险频发也可能导致市场对于债性转债的估值下降。（详见前期报告《转债视角，看信用风险》）

图8：信用风险对转债市场可能的影响逻辑



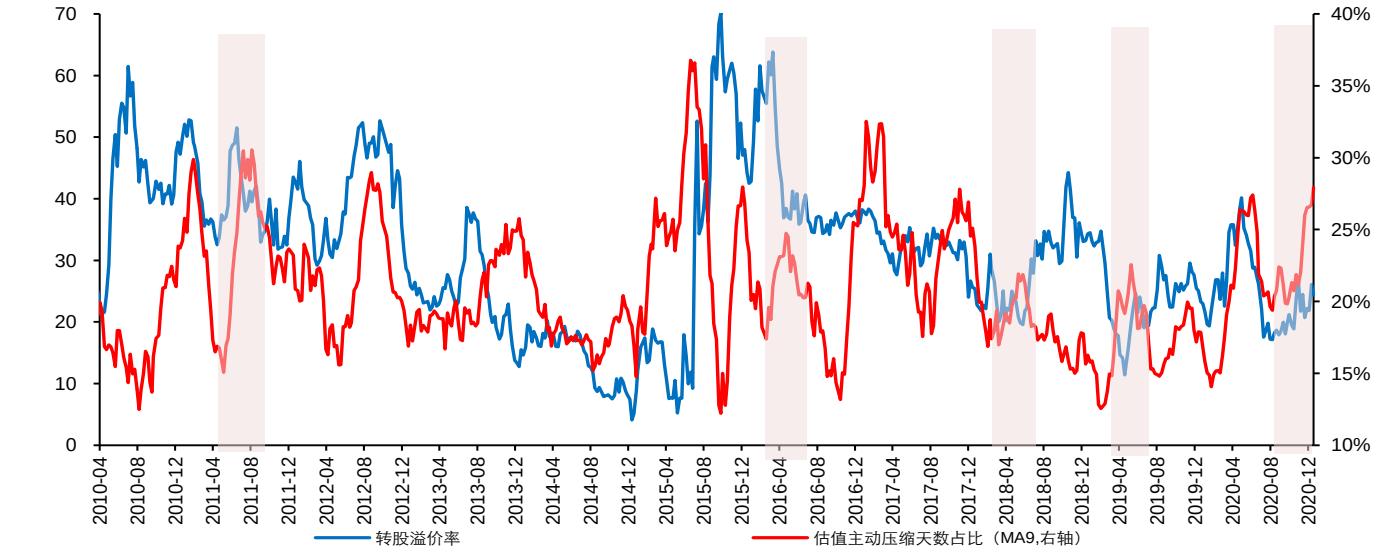
资料来源：开源证券研究所

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

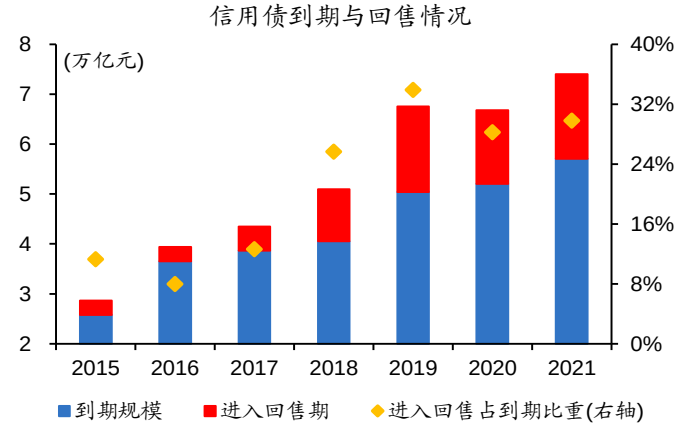
图10：信用风险影响下，转股溢价率多会阶段性“主动”压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

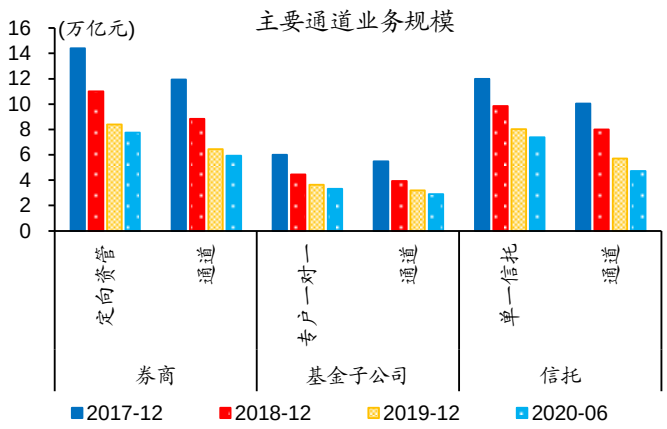
伴随政策“退潮”、信用收缩，2021 年企业的偿债压力明显上升、尤其是上半年。2021 年，企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升，非标融资收缩压力也可能加大。其中，贷款展期规模，截至 11 月初已超 3.7 万亿元，使得企业偿付压力延后至 2021 年上半年；2021 年信用债偿付压力也明显上升，到期规模达 5.7 万亿元、较 2020 年多增近 5000 亿元。节奏上来看，2021 年上半年企业债务偿付压力较大、尤其是 3 月至 5 月，非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。例如，信用债到期多集中于上半年，尤其是 3 月至 5 月、占全年比重 36%。（详细参见前期报告《信用“收缩”年，再融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

图11：2021 年，信用债到期、进入回售期规模明显增加



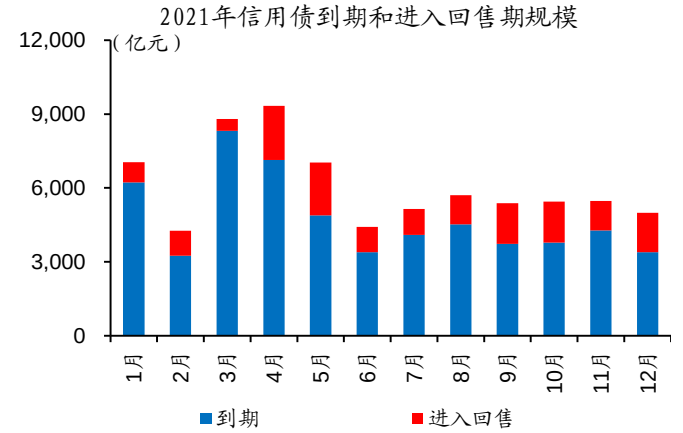
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



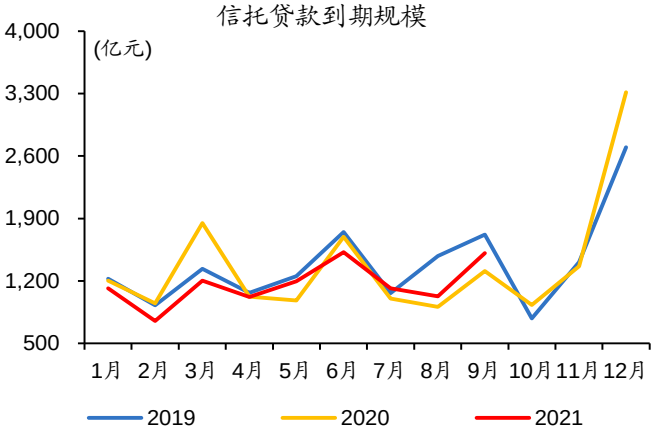
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

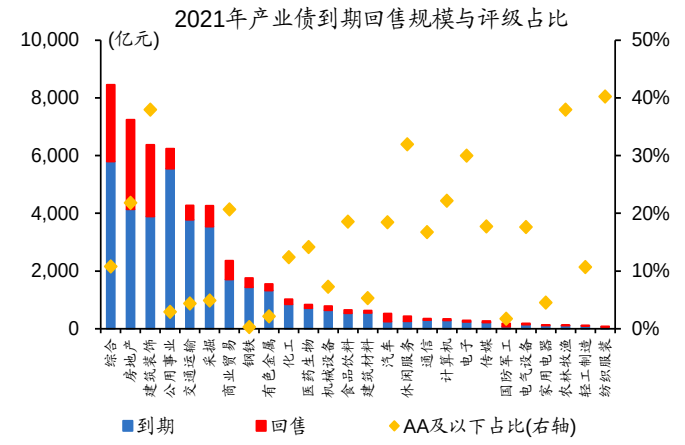
图14：2021 年下半年，信托贷款到期规模有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

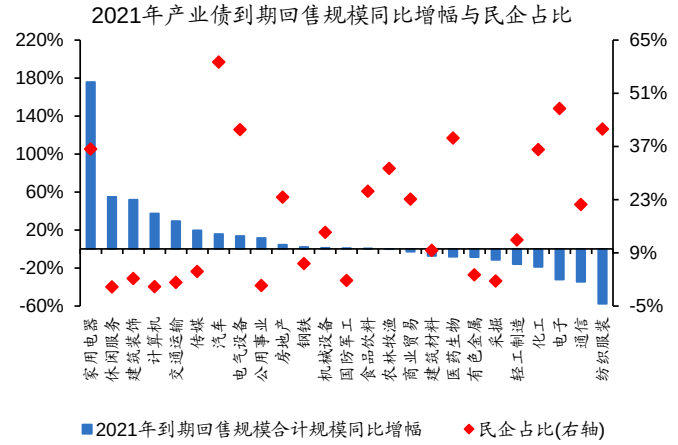
具体行业来看，地产、建筑、采掘等传统高负债行业，及受疫情冲击较大、报表修复较慢的休闲服务、纺服、商贸零售等行业，未来偿债压力或较大。从企业债券到期和回售分行业来看，地产、建筑、交运、采掘等规模居前，较 2019 年增长均超过 20%；休闲服务偿债规模虽然不大、增长较快，主体资质偏弱、AA 及以下占比达 32%；汽车等行业到期回售规模相对小，但民企占比较高。结合偿债能力，地产、纺服、采掘、休闲服务等行业负债率较高，未来的再融资能力可能相对偏弱；商贸零售、建筑、纺服等经营性现金流对到期债务的覆盖率较小。

图15：地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比高



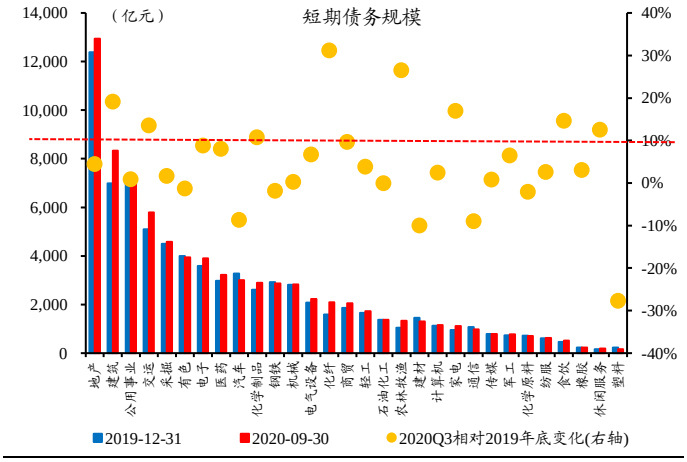
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：休闲服务等到期回售增长快，汽车等民企占比高



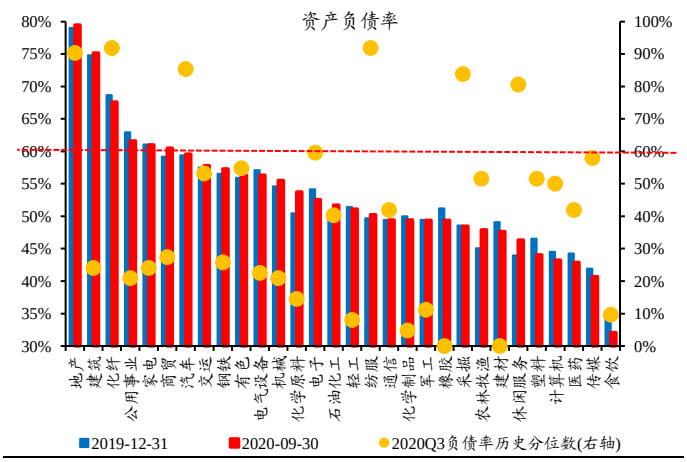
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：上市公司中，建筑、交运等短债新增幅度较大①



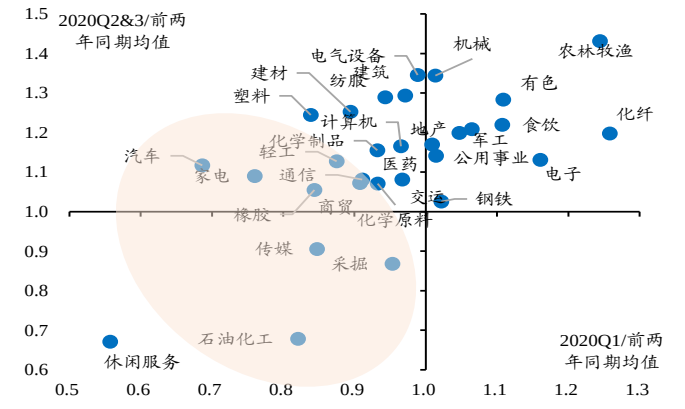
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：地产、纺服、休闲服务等行业负债率分位数较高



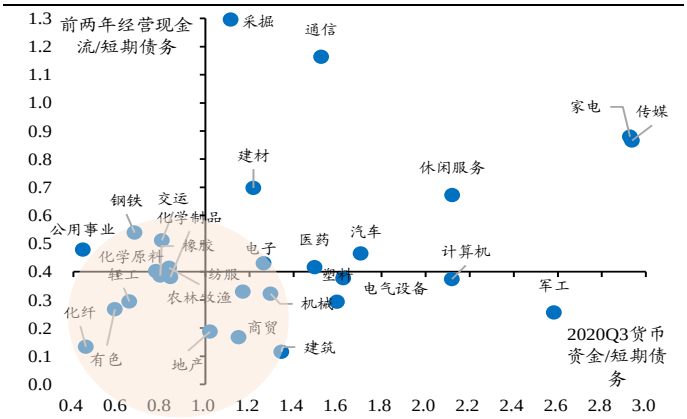
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：休闲服务、传媒、采掘等受疫情冲击大、恢复较慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：商贸零售、地产、纺服等经营现金流偿债能力弱

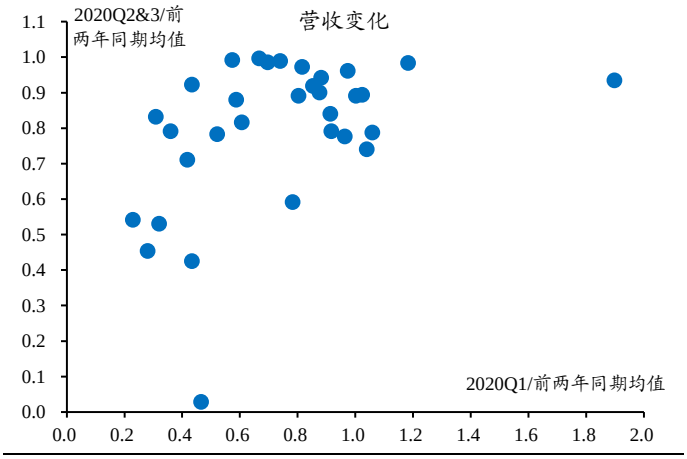


数据来源：Wind、开源证券研究所

① 短期债务以短期借款和一年内到期的非流动负债之和计算。

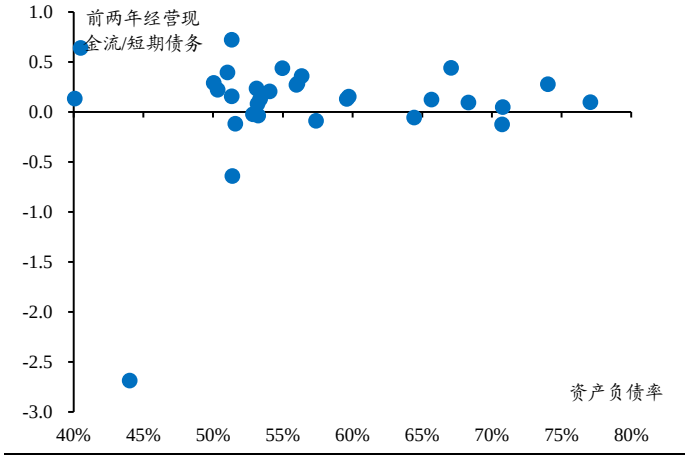
个券来看，偿债规模较大、杠杆率较高且业务改善幅度偏弱，及控股股东现金流较为紧张的个券，偿债压力可能较大。从正股自身来看，可以结合到期债务规模和偿债能力等指标进行筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，及现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。此外，大股东的信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价，因此也应当尽量规避大股东质押率、持股比例均较高的个券。

图21：受疫情冲击较大、业务恢复较慢的部分公司[②]



数据来源：Wind、开源证券研究所

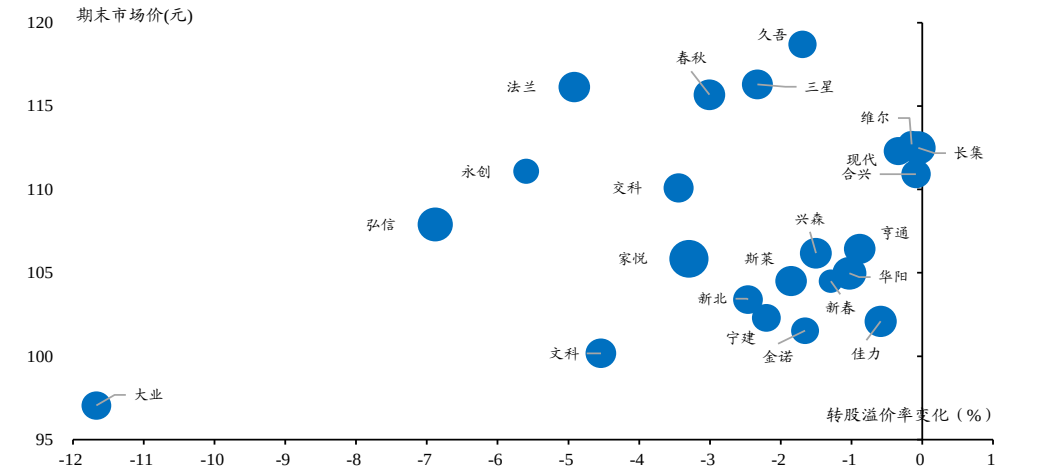
图22：再融资、经营现金流偿债能力偏弱的部分公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

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、转股溢价率主动、大幅压缩。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较为优质、信用风险较小的个券的配置价值。

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



数据来源：Wind、开源证券研究所（气泡大小为 2019 年的 ROE）

[②] 合规原因未显示公司名称，下同。

2、 研究结论

（1）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。

（2）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。

（3）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。

（4）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。

（5）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。

（6）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。

3、 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。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn