

# 九月转债月报

## 转债二级市场

9月中证转债指数下跌3.51%，同期沪深300指数下跌4.75%，上证50下跌3.33%，创业板指下跌5.63%。9月特发转2、嘉友转债、赣锋转2等17只转债上市，航电转债、玲珑转债、环境转债等15只转债退市。9月转债市场日均成交金额为234.77亿元，环比下降46.37%，情绪有所降温。

图1：相关指数9月涨跌幅（单位：%）

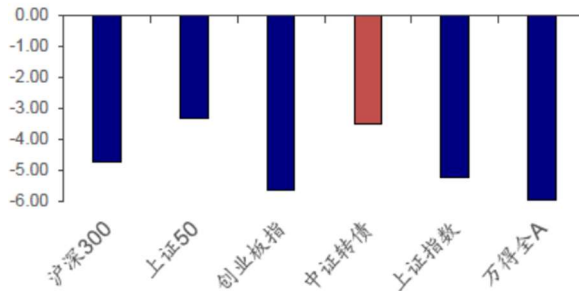
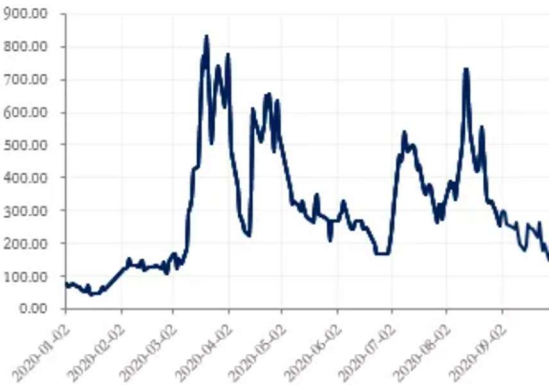


图2：中证转债指数日均成交金额（单位：亿元）



个券方面，跌多涨少。9月个券43涨5平272跌。其中涨幅前5位分别是起步转债（13.8%）、隆20转债（13.5%）、蓝晓转债（13.2%）、福莱转债（9.3%）、上机转债（8.9%）。跌幅前5位分别是东音转债（-28.4%）、希望转债（-25.4%）、同德转债（-24.2%）、正邦转债（-23.8%）、百合转债（-22.3%）。

图3：转债9月涨跌幅前20位（单位：%）

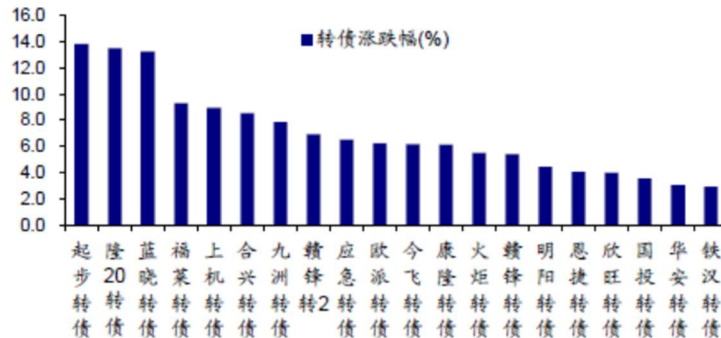
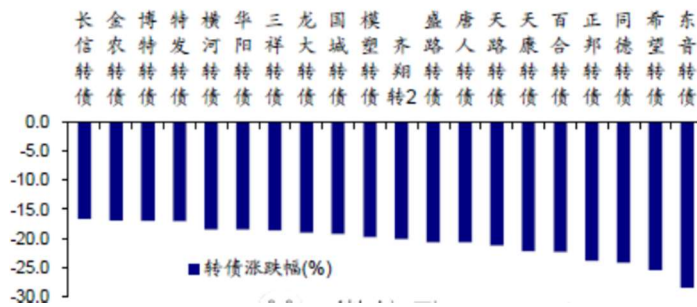
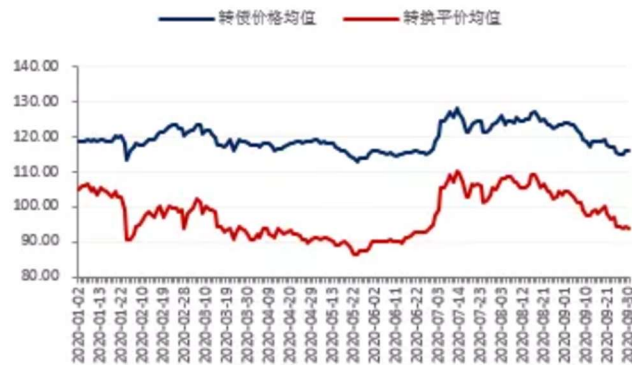


图 4：转债 9 月涨跌幅后 20 位（单位：%）



9 月末转债价格均值为 116.12，较 8 月末下降 5.85%；转换平价均值为 94.10，较 8 月末下降 9.11%，9 月转债平价均值跌幅大于价格均值跌幅。截至 9 月 30 日，全市场的转股溢价率均值 36.23%，相比 8 月末上升 4.98 个百分点；纯债溢价率均值 19.96%，环比下降 3.71 个百分点。

图 5：转债价格平均值走势



## 转债一级发行

截至 9 月 30 日，共有 29 家上市公司发行可转债获得证监会批复，合计拟发行规模为 77.30 亿元，其中南方航空拟发行规模 160 亿元，大秦铁路拟发行规模 320 亿元。有 25 家上市公司转债发行已通过证监会核准，等待批文，合计规模 249.38 亿元。截至 2020 年 9 月 30 日，年内共 137 支转债发行，合计规模 1543.59 亿元，若两支大盘转债均在四季度启动发行，预计四季度发行规模或将超过 700 亿元，全年发行或超过 2200 亿元。此外，9 月份共 14 家上市公司发布可转债预案，支数环比 8 月份略有增长，合计拟发行规模 250.58 亿元，持平 8 月份。

## 投资者构成

上交所可转债机构投资者持有结构中，一般法人持有占比最高。2020 年 9 月份数据显示，一般法人持有上交所可转债 1,306.07 亿元，占比 43.08%。一般法人持有占比最高或与公司原股东配售比例较高有关。

9 月份数据显示，基金持有上交所可转债市值 614.52 亿元，持有占比为 20.27%；基金持有深交所可转债市值 447.13 亿元，持有占比为 26.63%。随着可转债市场的扩容，基金投

投资者持有可转债市值呈逐步上升趋势。此外，9月份数据显示保险机构、企业年金和社保基金持有上交所可转债合计金额 537.37 亿元，在上交所可转债机构投资者中占比 17.72%；持有深交所可转债合计 381.73 亿元，在深交所可转债机构投资者中占比 22.73%。

## 重点个券分析

### 1、南航转债

南方航空拟发行 160 亿元可转债，扣除费用后全部用于飞机购置、航材购置及维修项目、引进备用发动机以及流动资金的补充。

**国内航司龙头，掌握核心枢纽、航线。**南方航空为国资委控股的国内第一大航司，控股 7 家航司、参股四川航空，2019 年旅客输送量 1.52 亿人次、居于全球第四。南航为典型的全服务航司，其关键在于对全国核心枢纽、核心航线的掌握：在枢纽方面，当前南航的主要枢纽为广州白云机场，随着北京大兴机场的投运、南航预计在 2025 年承接大兴机场 43% 的业务量，大兴机场也将成为南航的核心枢纽之一；在航线方面，国内一、二类机场的互飞航线占比达到 30%，国际航线在中国-东南亚与中澳航线上处于领先；在时刻方面，超半数机场时刻占比排名第一。

**年内受疫情影响亏损严重，随着需求的边际改善有望迎来复苏。**2020 年之前公司收入以客运为主、占比在 90% 左右，收入保持稳步增长，公司营收保持持续增长的主要传导逻辑在于：时刻资源优势+机队规模优势→ASK 运力承载力强→旅客周转量大→营收体量持续领跑。今年上半年受疫情影响收入下滑 46.58%，归母净利润亏损达到 81.74 亿元。随着国内疫情的好转、民航旅客运输量不断恢复，十一期间日均旅客运输量已经恢复至去年同期的 91.07%；国际航线方面，在疫苗未完全推出前，预计恢复的程度不高，但整体上航空需求仍处于边际好转的状态。而供给端受疫情影响短期新机采购受限。需求边际复苏叠加供给受限，同时油价处于低位，航司盈利或可出现边际改善，带动估值修复。业绩方面，wind 一致预期公司 20 年/21 年归母净利润分别为-100.16 亿元/55 亿元。

**股价弹性尚可，当前估值处于历史低位。**从估值来看，公司最新收盘价对应 PB (LF) 为 1.3X，估值处于历史偏低位置，可比公司东方航空最新 PB 1.45X、中国国航最新 PB 1.26X，与可比公司相比估值处于中等水平。公司总市值 927 亿、流通市值 490 亿，换手率不足 1%、整体较低。

**各条款中规中矩，平价、债底保护一般。**南航转债利率设置低于市场平均水平，附加条款并无亮点。以对应公司发行公告日收盘价测算，转债平价为 95.99 元，平价保护一般；在本文假设下纯债价值为 86.69 元、YTM 为 1.62%，债底保护一般。

风险提示：国内疫情反复，油价大幅上涨。

### 2、恒逸转债

恒逸石化拟发行 20 亿元可转债，扣除费用后全部用于年产 100 万吨智能化环保功能性纤维建设项目。

**均衡发展的国内化纤龙头。**恒逸石化为国内 PTA-PET 炼化一体化的民企龙头，到目前公司参控股的 PTA 产能 1350 万吨/年（其中控股 550 万吨/年），市占率约 25%、位列第一，已投建拟 PTA 产能 600 万吨/年；聚酯产能为 850 万吨/年，其中聚酯瓶片 200 万吨/年，聚酯纤维 650 万吨/年（其中涤纶长丝 615 万吨，约占全国产能 14%，位列全国第二），已投建拟

新增聚酯纤维产能 135 万吨/年。除此之外公司旗下还 800 万吨/年的文莱 PMB 炼化一体化项目，一期产能为 565 万吨成品油、150 万吨 PX、50 万吨苯，二期计划 1400 万吨/年。产业链整体匹配度较高、提升公司抗周期波动能力。

**沿产业链稳步扩张，降成本与提份额同步进行。**PTA 产业链上游为原油，行业周期性波动较大，下游需求主要为纺织服装、增长逐步放缓，近年来恒力、荣盛等主要化纤企业均实现产业链上下游的扩张，实现规模效应、降低成本，行业集中度也不断提升。公司也不例外，在上游炼化投资文莱项目，利用当地的资源、税收、能源等优势，打通上游 PX 的同时实现成本的降低；中游与荣盛石化合作 600 万吨 PTA 产能，实现产能扩张；下游聚酯通过外购与自建过去两年新增超 700 万吨产能。也因此过去几年公司 PTA 产业链相关收入稳步增长，盈利能力也从周期底部快速提升，2020 年文莱炼化项目开始贡献收入，未来随着公司上游炼化投资与下游国内整合的进一步进行，收入、利润将继续稳步提升。业绩方面，今年上半年公司收入 394.14 亿元/YOY-5.55%，归母净利润 19.02 亿元/YOY48.99%，wind 一致预期公司 20 年/21 年归母净利润分别为 42.66 亿/51.89 亿，对应 PE 分别为 9.93X/8.16X。

**当前估值处于历史低位，警惕质押风险。**从估值来看，公司最新收盘价对应 PE (TTM) 为 11.2X，估值处于历史偏低位置，可比公司恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份 PE(TTM) 分别为 12.9X/30.8X/16.0X/12.2X，与可比公司相比偏低。公司总市值 430 亿元，机构关注度较高，股价弹性尚可，大股东质押 75%、须警惕质押风险。

**各条款中规中矩，平价尚可、债底一般。**恒逸转债利率低于市场平均水平，附加条款并无亮点。以对应公司发行公告日收盘价测算，转债平价为 100 元，平价保护尚可；在本文假设下纯债价值为 84.4 元、YTM 为 1.45%，债底保护一般。

风险提示：在建项目进度不及预期，油价波动，大股东质押。