

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 翟恬甜

副总经理 曹源源

时间

2024年9月29日

- 7月以来，转债供给有所回暖，但新上市转债首日表现呈现较大分化。三季度新上市的18支转债，首日涨跌幅标准差为2022年8月转债新规落地以来的最高水平，其中6支转债首日涨停57.3%，3支转债首日涨幅超过20%，其余9支转债表现较弱，万凯转债开盘破发，最终以93.7的收盘价成为2022年12月以来第一支首日上市破发的转债。
- 我们发现，在转债市场持续向下调整、缺乏增量资金入场的环境下，流通规模成为影响新上市转债上市首日表现的核心因素。流通规模在1.5亿元以下的6支转债全部实现涨停，流通规模在1.5-4亿元之间的转债首日涨幅均在10-30%区间，而流通规模4亿元以上的转债，首日收盘价均在106以下。对于流通规模较大的转债，发行人业绩表现、转债转股稀释率成为进一步决定转债上市首日表现差异的重要因素。
- 从新上市转债的后续发展看，部分中报业绩较好或下滑较少的小盘次新转债继续受到炒作资金青睐，估值维持高位，其余次新转债的估值定价则逐渐趋于理性，流通规模的影响逐渐淡化，发行人业绩开始发挥重要作用。中报增收增利，利润增幅20%以上的次新转债，在业绩支撑与正股拉动下，截至9月20日估值均达到30%以上。
- 总体来看，未来新发转债的首日表现或依然存在较大分化，不排除有个别转债再度出现破发。虽然我们认为转债打新的赚钱效应会持续存在，但投资者在决定是否参与转债打新时，需对规模偏大、业绩偏弱的转债更谨慎对待。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

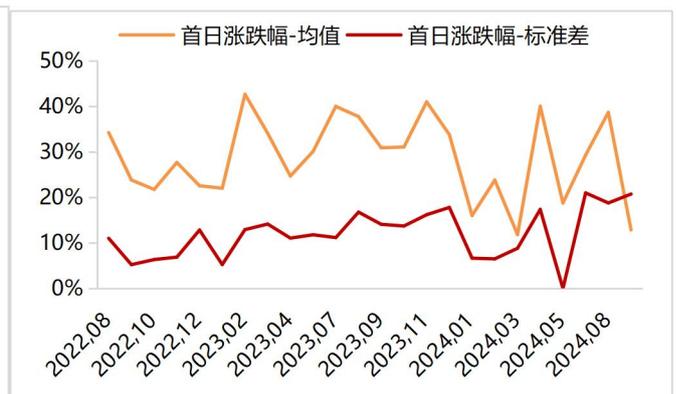
一、转债聚焦

2024 年以来，受再融资政策收紧影响，转债供给规模显著缩量，3 月、4 月、5 月新上市转债均不超过 3 支，后续随着监管边际放松，转债发行数量有所恢复，7 月至 9 月，新上市转债数量达到 6 支，但仍未回到往年同期水平。进一步观察新上市转债表现，我们发现，7 月以来新上市转债首日表现呈现较大分化，首日涨跌幅标准差为 2022 年 8 月转债新规落地以来的最高水平，因此，我们聚焦三季度新上市转债的差异化表现，拟探讨近期新上市转债定价的影响因素以及后续转债打新的注意事项。

图表 1 转债新规落地以来月度上市转债支数



图表 2 新上市转债首日涨跌幅均值与标准差



数据来源：iFind，东方金诚

具体来看，7 月以来新上市的 18 支转债，首日涨跌幅极差达到 60% 以上，一周涨跌幅的极差更是达到 160% 的水平，分化明显。其中，泰瑞转债、赛龙转债、松原转债、伟隆转债、集智转债、远信转债这 6 支转债首日涨停 57.3%，且除集智转债以外，其余 5 支转债上市五个交易日内连续上涨，其中远信转债最高，累计涨幅超过 150%。严牌转债、合顺转债、振华转债首日涨幅也在 20% 以上，表现较好。其余 9 支新上市转债整体表现较弱，其中，9 月 5 日上市的万凯转债开盘破发，最终以 93.7 的收盘价成为 2022 年 12 月以来第一支首日上市破发的转债，并在 5 个交易日后价格进一步跌至 90 元以下。此外，汇成转债、升 24 转债、豫光转债、航宇转债首日涨幅也仅有个位数水平，且 5 个交易日价格并无明显提升。

图表 3 7-9 月新上市转债概况

上市日期	转债代码	转债简称	申万行业	主体评级	发行规模	流通规模	首日收盘价	5 交易日收盘价
2024-09-12	123248.SZ	恒辉转债	纺织服饰	AA-	5.00	0.65	113.30	113.25
2024-09-10	118050.SH	航宇转债	国防军工	AA-	6.67	2.33	105.51	104.49
2024-09-05	123247.SZ	万凯转债	基础化工	AA	27.00	15.91	93.70	89.88
2024-09-03	110096.SH	豫光转债	有色金属	AA	7.10	2.90	105.24	105.98
2024-09-03	123246.SZ	远信转债	机械设备	A	2.86	0.25	157.30	250.60
2024-09-02	118049.SH	汇成转债	电子	AA-	11.49	4.15	101.89	102.40
2024-08-28	123245.SZ	集智转债	机械设备	A	2.55	0.83	157.30	129.60
2024-08-28	127106.SZ	伟隆转债	机械设备	A	2.70	0.30	157.30	206.76
2024-08-22	123244.SZ	松原转债	汽车	A+	4.10	0.43	157.30	175.00
2024-08-15	111020.SH	合顺转债	基础化工	AA-	3.38	0.62	122.50	112.03
2024-08-15	111021.SH	奥锐转债	医药生物	AA-	8.12	1.09	116.16	115.86
2024-08-02	113687.SH	振华转债	基础化工	AA	4.06	0.95	121.30	125.51
2024-07-29	123242.SZ	赛龙转债	基础化工	A+	2.50	0.57	157.30	179.02
2024-07-26	123241.SZ	欧通转债	电力设备	AA-	6.45	1.73	111.80	111.91
2024-07-26	123243.SZ	严牌转债	环保	A+	4.68	0.77	128.00	139.80
2024-07-24	113686.SH	泰瑞转债	机械设备	AA-	3.38	0.42	157.30	179.42
2024-07-19	118048.SH	利扬转债	电子	A+	5.20	3.17	116.22	115.18
2024-07-10	113685.SH	升 24 转债	汽车	AA-	28.00	21.56	105.01	103.40

数据来源：iFind，东方金诚

下半年以来，在转债市场持续向下调整、缺乏增量资金入场的环境下，流通规模成为影响新上市转债上市首日表现的核心因素，其中流通规模在 1.5 亿元以下的转债上市首日表现突出。

在市场弱势运行、缺乏大规模增量资金入场的环境下，一般而言小盘标的仅需少量资金就可获得较大涨幅。因此我们看到，7 月以来的新上市转债中，上市时流通规模在 1.5 亿元以下的 6 支转债表现最为强势，全部实现涨停，但其转股稀释率大多位于中位水平（12.44%）附近，利润增速（选取上市前最新披露的财报中净利润增速）也有较大分化。流通规模在 1.5-4 亿元之间的转债首日涨幅位于 10-30% 区间，仍可收获较好的打新收益。而流通规模在 4 亿元以上的 5 支转债，首日表现居于末尾，收盘价均在 106 以下。由此可见，流通规模是近期市场新上市转债首日表现的核心因素。

对于流通规模较大的转债，发行人业绩表现、转债转股稀释率成为上市首日表现出现差异的重要因素。

在经济基本面走弱、市场情绪低迷的背景下，若发行人业绩能维持稳定甚至逆势扩张，能够对正股与转债价格形成较强支撑。同时，转债转股对正股的未来稀释程度，也会对正股价格带来较大影响，其中，转债转股稀释率越高，对正股及转债价格的压制也更大。

我们注意到，7月以来流通规模在4亿元以上的新上市转债虽然整体表现均显著承压，但中报业绩增速相对较强、转股稀释率较低的航宇转债与豫光转债，上市首日转债价格仍得到有效支撑，收盘价在105元以上。升24转债作为6月转债上市“空窗期”结束后的首只新上市转债，虽然转股稀释率接近19%，发行人业绩也有较大下滑，但因市场热情较高，上市首日收盘价达到105。而流通股稀释率20.58%，上半年利润下滑27.26%的汇成转债，上市首日收盘价仅101元左右，而流通股稀释率45.3%、上半年利润下滑87.66%的万凯转债，更是开盘即破发，成为2022年12月以来第一支首日上市破发的转债。

图表4 新上市转债首日表现的主要影响因素

流通规模分类	转债代码	转债简称	首日收盘价	流通规模	转股稀释率	流通股稀释率	利润增速
小于 1.5	123242.SZ	赛龙转债	157.30	1.47	12.4454	22.74	118.09%
	123245.SZ	集智转债	157.30	1.34	11.7644	16.95	-69.74%
	113686.SH	泰瑞转债	157.30	1.16	12.1619	12.20	-26.08%
	123244.SZ	松原转债	157.30	1.04	5.9406	11.23	87.88%
	127106.SZ	伟隆转债	157.30	0.96	12.5081	20.79	-29.78%
	123246.SZ	远信转债	157.30	0.78	13.0974	13.47	111.74%
1.5-4	123243.SZ	严牌转债	128.00	1.99	23.1593	42.25	47.35%
	111020.SH	合顺转债	122.50	2.17	9.0762	9.08	40.06%
	113687.SH	振华转债	121.30	2.55	6.4160	6.42	-16.13%
	118048.SH	利扬转债	116.22	3.17	13.8630	13.86	-94.63%
	111021.SH	奥锐转债	116.16	2.15	7.3426	7.53	79.14%
	123248.SZ	恒辉转债	113.30	1.57	15.8496	33.30	17.09%
	123241.SZ	欧通转债	111.80	2.74	12.4321	12.43	1703.04%
4 以上	118050.SH	航宇转债	105.51	4.72	12.1379	12.55	-10.61%
	110096.SH	豫光转债	105.24	4.51	9.5471	9.55	15.37%

113685.SH	升24转债	105.01	27.01	18.8817	18.88	-18.49%
118049.SH	汇成转债	101.89	7.36	15.1602	20.58	-27.26%
123247.SZ	万凯转债	93.70	22.00	31.4033	45.30	-87.66%

数据来源：iFind，东方金诚

从新上市转债价格的后续发展看，部分小盘高估值次新转债受炒作资金青睐估值维持高位，其余转债估值定价逐渐趋于理性，发行人业绩开始发挥重要作用。

从7月后新上市转债上市次日至9月20日（以下简称次新债）的价格及估值表现看，流通规模在1.5亿元以下的小盘次新转债，上市首日市场已给出70-100%的转股溢价率，显著高于市场中位水平，并且在资金持续追涨效应下，大多后续估值继续走高。截至9月20日，远信转债、松原转债受益于下游需求爆发与产品技术优势，中报均实现营收与利润双增长，叠加短期游资资金炒作热情，上市次日至9月20日期间，转债相对正股跑出61.59pcts、4.92pcts的超额收益，拉动转债估值提升至230.99%、88.73%高位。而伟隆转债与赛龙转债，虽然中报利润分别下滑18.39%、26.23%，但因资金炒作情绪的延续，截至9月20日，转股溢价率继续提升至100.67%、78.04%，但随着后续资金炒作热情减弱，转债高估值状态在弱业绩影响下难以持续。例如，业绩下滑更为严重的集智转债、泰瑞转债，自上市次日起转债价格一路走低，估值也有所压降，截至9月20日，转股溢价率分别降至48.60%、58.57%。

对于流通规模1.5亿元以上的次新转债，上市后流通规模的影响逐渐淡化，市场后续的估值定价趋于稳定和理性。流通规模在1.5-4亿元之间、4亿元以上的两类转债在上市首日的中位价格差距从11.20元，已降至9月20日的7.36元。发行人业绩成为影响次新转债价格走势的重要因素。

具体来看，利润增速达到20%以上、中报呈现增收增利的次新转债，截至9月20日估值水平均在30%以上的较高水平，包括成功打开下沉与海外市场的奥锐转债、出海业务大幅放量的振华转债、受益于运动服饰行业景气度提升的合顺转债，以及算力需求放量拉动业务高增的欧通转债。此外，中报利润变动位于-30%至20%之间的次新转债，截止9月20日估值水平平均位于15-30%之间，例如营收利润双增

的豫光转债、恒辉转债，增收减利的严牌转债、汇成转债，以及因客户交付节奏调整而短期收入利润下滑的航宇转债。而中报利润大幅下滑超三成的利扬转债、升 24 转债与万凯转债，9 月 20 日估值分别为 27.58%、33.81%与 7.95%，其中，利扬转债与升 24 转债能维持较高的估值水平，主要由于其近期正股下挫幅度较大，上市后均跌逾 15%，转债价格虽然也跌至面值以下，但由于跌幅相对较小，使转股溢价率反而提升至更高水平。

图表 5 次新转债后续定价的主要影响因素

转债代码	转债简称	首日 收盘价	0920 收盘价	首日 估值	0920 估值	中报利润 增速	主营	业绩归因
123242.SZ	赛龙转债	157.30	134.46	70.55	78.03	-26.23%	改性塑料	销售费用提升推高营业成本，增收减利
123245.SZ	集智转债	157.30	119.12	92.56	48.60	-76.03%	电机制造	下游需求放缓，成本端下降幅度不及收入端，营收利润均有下滑
113686.SH	泰瑞转债	157.30	136.96	70.91	58.57	-29.09%	注塑机	汇兑损益导致财务费用增加超八成，管理、销售费用增加四成，增收减利
123244.SZ	松原转债	157.30	176.10	80.44	88.72	95.65%	汽车零部件	受益于主要客户（吉利汽车、奇瑞汽车）销量迅速增长，营收利润显著提高
127106.SZ	伟隆转债	157.30	187.60	76.14	100.66	-18.39%	阀门制造	地缘政治不稳定、全球经济下行压力加大，出口业务收缩，原材料价格波动压制毛利，营收利润均有下滑
123246.SZ	远信转债	157.30	247.00	101.17	230.99	111.74%	新型纺织设备	积极进行研发创新，产品技术优势显著，营收利润均有提升
123243.SZ	严牌转债	128.00	108.50	38.80	27.50	-7.80%	环保过滤材料	汇兑损益推高财务费用，增收减利
111020.SH	合顺转债	122.50	108.63	43.96	30.97	52.42%	锦纶纤维	受益于户外运动、防寒、休闲服饰消费提升，营收利润均有增加
113687.SH	振华转债	121.30	116.09	17.66	34.05	24.54%	铬盐产品	出海业务大幅放量，营收利润均有增加
118048.SH	利扬转债	116.22	98.87	18.80	27.58	-139.81%	芯片制造 与终端测试	测试需求减少使营收下滑，布局较多产能增加固定成本支出，营收利润均有下滑
111021.SH	奥锐转债	116.16	110.78	27.69	38.49	96.66%	制药	加强县级渠道下沉，并加快海外市场渗透，实现营收利润双增长
123248.SZ	恒辉转债	113.30	110.01	25.69	22.48	17.09%	安全防护手套	行业景气度与公司产能均有提升，营收利润均有增加
123241.SZ	欧通转债	111.80	114.20	31.26	30.52	933.80%	电源产品	数据中心电源业务高速增长，同时优化产品结构，营收利润均有增加
118050.SH	航宇转债	105.51	105.46	23.44	25.17	-10.61%	航空金属材料	客户交付节奏调整，收入利润短期下滑
110096.SH	豫光转债	105.24	109.90	14.72	16.31	15.37%	铅、铜冶炼， 金银回收	产量毛利均有增长，实现营收利润双增

113685.SH	升24转债	105.01	91.35	30.53	33.80	-32.78%	汽车零部件	客户销量弱于预期，原材料价格上升压缩毛利，营收利润均有下滑
118049.SH	汇成转债	101.89	102.65	15.89	20.67	-27.26%	显示驱动芯片	产能释放、订单导入使出货量提升，但新增折旧较高、高价产品减少、利息费用增加使毛利降低，增收减利
123247.SZ	万凯转债	93.70	87.21	7.82	7.94	-87.66%	瓶级PET	行业大规模扩产，供需结构恶化挤压利润空间，增收减利

数据来源：iFind，东方金诚

总体来看，新发转债上市首日表现会受近期市场表现、投资者情绪、发行与流通规模、发行人基本面、转股稀释率等多重因素影响。我们预计后续新发转债的首日表现依然存在较大分化，不排除有个别转债再度出现破发，投资者在决定是否参与新发转债打新时，需对规模偏大、业绩偏弱的转债谨慎对待。目前已通过证监会审核仅待发行的转债，整体发行规模较大，平均发行规模达到12.85亿元，并且部分发行人（和邦生物、天润乳业、华康医疗）中报利润下滑幅度在50%以上，转股稀释率预计也位于15%以上的较高水平，上市表现或有承压。

从长期看，我们认为转债打新的赚钱效应会持续存在，一是随着再融资政策收紧，当前监管对转债预案审核较为严格，发行人基本面及募集资金用途合理性是重点审核内容，因此大部分新发转债的业绩支撑能有保障；二是当前投资者对转债信用风险定价更趋理性，在市场资产荒延续、存量转债规模下降、高风险个券陆续暴雷的情况下，新发转债成为投资者转债配置的重要选项，9月，新上市转债前十大持有人中机构投资者平均数量已由4月的0.5个上升至4.33个，达到近两年高位；三是9月24日政策组合拳不断推出以来，转债市场跟随权益市场放量上涨，随着市场情绪回暖，新上市转债表现可获得更大支撑。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn