

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 2 月 6 日

- 2024 年 1 月 24 日，国务院新闻发布会上明确，未来将把市值管理纳入央企负责人业绩考核体系，以提高长期内央国企长期分红水平与利润上缴能力，央国企价值重构加速推进。近年来，随着大金融板块转债发行趋缓，央国企转债的 2023 年发行量回归至 2019 年前水平，但存量规模依然占比超 4 成，为转债市场重要组成部分。
- 二级市场表现上看，在中特估概念持续演绎之下，2023 年央国企转债逆势上涨 2.14%，跑赢其他转债 3.40pcts。2024 年 1 月，在权益市场泥沙俱下的背景下，中特估行情继续发酵，央国企权重股成为重要护盘力量，央国企转债也再度收获 3.11pcts 超额收益。
- 业绩表现看，受益于发行人业绩表现好于市场、股息率明显提升，ROE 较高的央国企转债价格在市场下行阶段更为稳健；其中，银行与交通运输行业的央国企转债在 2024 年 1 月逆势收正。
- 市场回顾：上周，权益市场大幅下挫，转债市场价格也随之下行，估值水平大幅抬升；一级市场 1 支转债发行，1 支转债上市，合计发行 17.55 亿元，截至上周五，转债市场存量规模 8564.23 亿元，较年初减少 137.76 亿元；上周，新上市转债卡倍转 02 首日涨超 25%，截至上周五转股溢价率 70.71%，高于市场中位数 60.72%，需注意回调风险。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

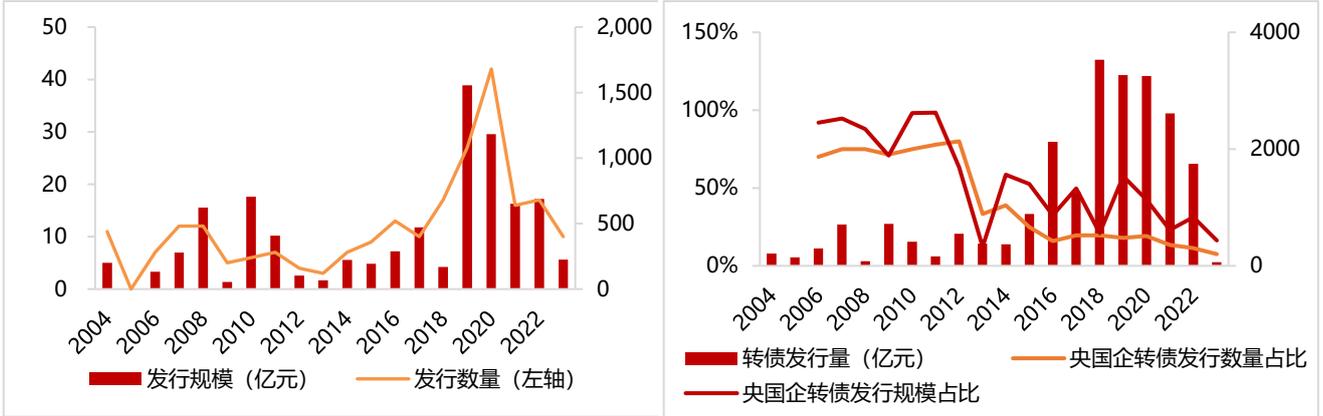
## 一、转债聚焦

2024年1月23日，证监会党委扩大会议上证监会主席易会满再提“中特估”，指出要全力维护资本市场稳定运行，大力提升上市公司质量和投资价值。1月24日，国务院国资委产权管理局副局长谢小兵在国务院新闻发布会上提出，未来将把市值管理纳入央企负责人的业绩考核，作为提高上市公司质量的重点工作方向，以提升其长期内的分红水平与利润上缴能力。1月25日，400亿国有企业存量资产优化升级基金成立，通过撬动社会资本，助力央企盘活存量资产、扩大有效投资。连续三天利好释放，意味着央国企价值重塑正在加速推进。

央国企转债是转债市场的重要组成部分，截至2024年1月末，存量转债中央国企转债数量仅82支，占比14.51%，但由于单只发行规模较高，央国企转债存量规模达到3648.94亿元，占比42.46%。纵向来看，央国企发行人曾是转债发行主力军，2013年前（除2005年由于股权分置改革无央国企转债发行外），发行数量占比分布在70%-80%，规模占比大多在90%以上；2013年国企改革全面深化，央国企转债发行量有所压缩，直至2019年银行转债大举发行，带动央国企转债发行量环比暴增1387亿元至1555亿元，但随着银行与非银金融转债发行趋缓，近年来央国企转债发行量进入下行通道，发行数量与规模占比于2023年降至7.52%、16.20%，回归至2019年前平均水平。

图表1 央国企转债发行数量与规模（亿元）

图表2 转债历年发行量与央国企转债占比



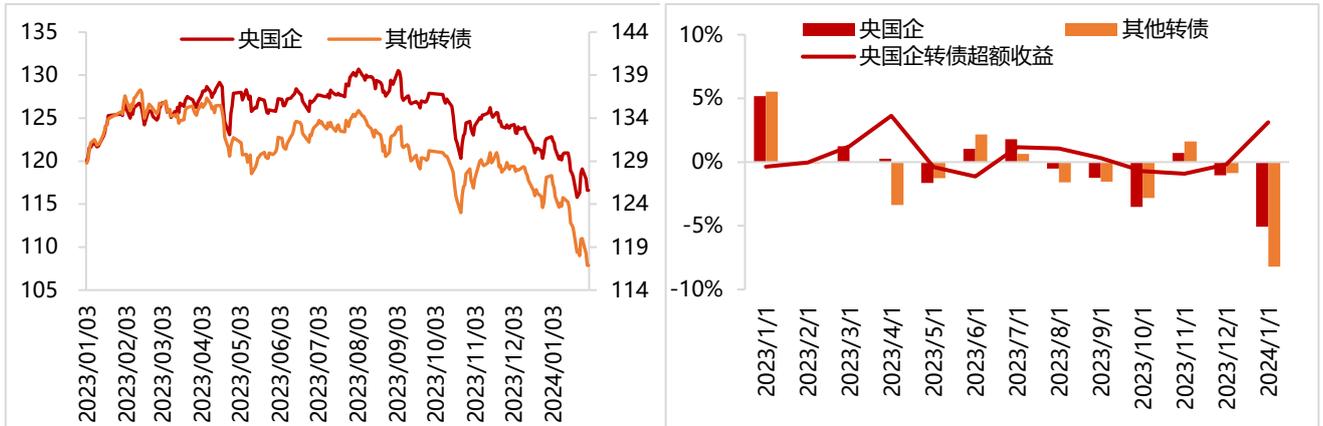
数据来源: iFinD, 东方金诚

二级市场表现来看，2023 年以来，权益与转债市场“中特估”主题发酵，央国企转债超额收益明显。

自 2022 年 11 月 21 日证监会主席易会满提出建设“中国特色的估值体系”以来，“中特估”成为 2023 年权益与转债市场重要主题。2023 年 3 月，国资委发表《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》文章，提出将实施新一轮国企改革深化提升行动，“中特估”概念发酵，领涨市场，4 月，央国企转债创下全年最高超额收益 3.63%。全年来看，2023 年央国企转债逆势收涨 2.14%，跑赢其他属性转债 3.40pcts（当年其他转债收跌 1.26%）。2024 年 1 月，权益市场泥沙俱下之时，央国企权重股再度成为反弹主力，同时期转债市场中，央国企转债也再度跑赢其他转债 3.11pcts，在下行市场中定力凸显。

图表 3 央国企转债与其他转债价格走势

图表 4 央国企转债与其他转债月度表现



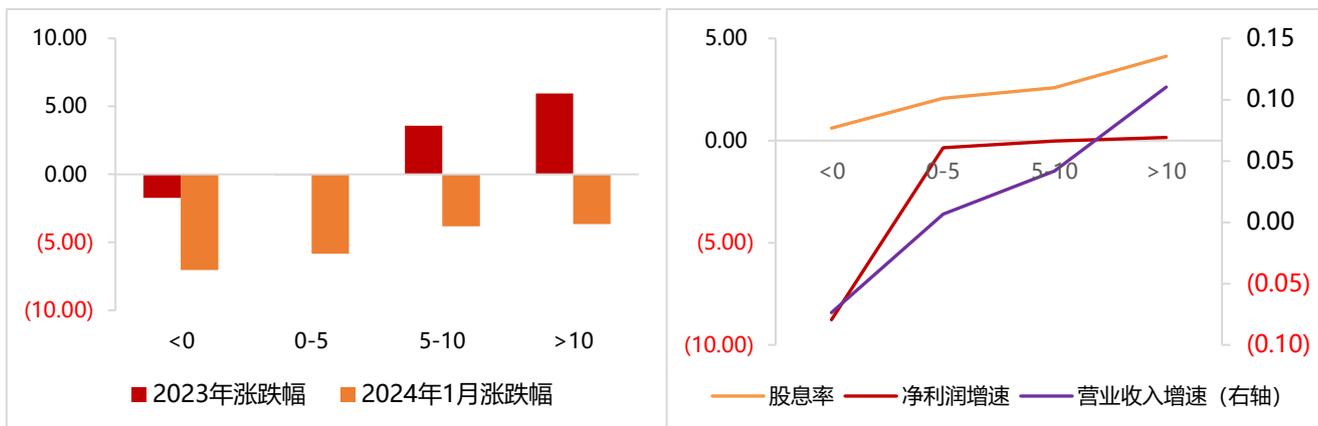
数据来源：iFinD，东方金诚

业绩角度看，央国企转债价格表现与发行人 ROE 水平紧密相关，在盈利能力支撑下，发行人分红派息能力较强，对转债价格形成明显支撑。

2023 年 1 月，国资委将央企考核体系由此前的“两利四率”调整为“一利五率”，将“净利润”改为“净资产收益率”，“营业收入利润率”改为“营业现金比率”，对央国企收入质量和盈利能力提出了更高要求。统计发现，2023 年以来央国企转债发行人的 ROE 水平（由于年报尚未披露，此处使用 2023 年三季度数据）与转债价格表现存在显著正相关性，ROE 小于 0 或处在 0-5%区间的转债 2023 年分别收跌 1.74%、0.04%；ROE 处在 5-10%或大于 10%区间的转债则收涨 3.58%、5.94%，并且此趋势在 2024 年 1 月仍在延续。这主要源于，ROE 较高的发行人整体创收、盈利能力均存在优势，业绩支撑下分红意愿较高，2023 年三季度央国企转债发行人披露的业绩数据显示，ROE 水平较高的发行人也拥有更高的平均营业收入增速、净利润增速与股息率水平，且在经济承压背景下业绩稳定性进一步凸显，这也支撑其转债在下行市场中获得较高超额收益。

图表 5 不同 ROE 水平央国企转债涨跌幅

图表 6 不同 ROE 水平央国企转债业绩表现



数据来源：iFinD，东方金诚

分行业看，2024年1月，权益与转债市场大幅走弱背景下，高股息率支撑银行、交通运输行业在2023年涨幅较低的基础上开启补涨。

分行业看，2024年1月央国企转债价格表现与股息率显示强相关性，1月行业涨跌幅前4行业的股息率平均4.32%，显著高于其他行业均值的1.86%，其中，银行与交通运输行业的股息率与ROE均处于较高水平，尽管2023年平均涨跌幅较低，但因权益市场行业表现较好，2024年1月转债逆势上扬，分别收涨0.81%与0.29%。而同样拥有较高股息率的汽车、石油石化、商贸零售，各仅存一支央国企转债，受2024年1月正股跌逾12%的拖累，转债表现较弱。

展望后市，短期内在市场信心明显不足、经济强复苏和企业业绩改善尚未获得实际数据支撑的情况下，预计权益与转债市场流动性偏紧的动态平衡中较难形成明确上行主线。不过，在国企改革持续加速的背景下，由于业绩表现较优及利好政策加持，“中特估”行情或在2024年进一步延续。其中，发行人业绩表现更佳，ROE水平更高的央国企转债或具更优表现，2023年三季度发行人ROE超过10%、营收增速与净利润增速均为正的央国企转债共10支（如图表8所示），在未来“中特估”行情中有望继续受益，但也需注意前期超额较高，后续出现补跌风险。

图表7 基金持有转债季度规模（市值口径，亿元）

	央国企转债发行数量	平均股息率	平均ROE	2023年涨跌幅	2024年1月涨跌幅
银行	10	4.39	8.70	(0.11)	0.81
交通运输	4	3.07	6.28	3.20	0.39
基础化工	4	3.93	1.71	(3.70)	(1.40)
煤炭	3	5.87	13.14	8.99	(1.52)
建筑装饰	9	0.96	1.33	1.65	(1.79)
钢铁	3	1.69	0.85	3.54	(2.94)
非银金融	5	2.44	6.24	8.54	(3.51)
公用事业	6	2.32	8.43	5.23	(4.01)
建筑材料	4	2.76	0.00	3.97	(5.02)
通信	1	0.83	2.67	7.15	(5.54)
环保	5	1.86	6.67	7.69	(5.61)
电力设备	3	2.28	2.92	(8.66)	(6.31)
商贸零售	1	3.66	8.29	(0.76)	(6.92)
机械设备	5	1.89	7.58	(4.28)	(7.17)
有色金属	2	1.26	4.96	1.20	(7.18)
国防军工	2	0.12	(2.74)	5.32	(8.15)
石油石化	1	3.56	1.42	(8.46)	(9.52)
传媒	3	0.15	(5.65)	(17.66)	(9.80)
家用电器	1	1.33	5.57	10.08	(9.92)
纺织服饰	2	0.45	5.17	5.53	(10.62)
汽车	1	3.55	9.37	14.43	(11.26)
计算机	1	2.59	(0.19)	6.10	(13.03)
电子	3	2.21	6.45	0.85	(14.21)
医药生物	2	1.11	9.45	27.34	(15.11)
食品饮料	1	2.15	6.21	(8.88)	(18.25)

数据来源：iFind，东方金诚

图表 8 截至 2024 年 1 月底，2023 年三季度 ROE 高于 10%，营收、利润增速为正的十支转债

	成银转债	杭银转债	常银转债	川投转债	能化转债
证券代码	113055.SH	110079.SH	113062.SH	110061.SH	127027.SZ
申万一级行业	银行	银行	银行	公用事业	煤炭
发行规模 (亿元)	80.00	150.00	60.00	40.00	28.00
2023 年涨跌幅	(7.44)	(8.55)	(5.05)	25.99	2.85
2024 年 1 月涨跌幅	0.78	0.64	0.32	0.10	(2.14)
ROE	12.63	11.30	10.69	11.05	11.49
股息率	6.13	3.67	3.64	2.38	4.09
2023 前三季度营业收入 (亿元)	167.02	274.32	75.20	10.20	86.06

营业收入增速	9.55%	5.26%	12.55%	15.51%	100.85%
2023 前三季度净利润 (亿元)	81.57	116.92	27.15	39.09	15.65
净利润增速	20.82%	26.06%	21.45%	32.44%	120.57%
纯债到期收益率	(0.52)	0.83	0.07	(8139.01)	(0.71)
转股溢价率	19.75	22.69	24.71	(0.85)	19.45
	苏租转债	洪城转债	皖天转债	英特转债	合力转债
证券代码	110083.SH	110077.SH	113631.SH	127028.SZ	110091.SH
申万一级行业	非银金融	环保	公用事业	医药生物	机械设备
发行规模 (亿元)	50.00	18.00	9.30	6.00	20.48
2023 年涨跌幅	23.53	31.19	9.89	7.90	16.25
2024 年 1 月涨跌幅	(2.16)	(4.14)	(6.09)	(10.33)	(10.56)
ROE	12.30	12.12	10.44	11.79	13.86
股息率	5.21	4.75	2.58	1.26	2.28
2023 前三季度营业收入 (亿元)	36.40	57.13	46.21	239.18	131.32
营业收入增速	12.01%	5.55%	8.15%	7.19%	9.90%
2023 前三季度净利润 (亿元)	20.41	10.08	3.03	4.50	10.96
净利润增速	11.79%	13.11%	40.31%	23.61%	41.59%
纯债到期收益率	(6.96)	(10.77)	(1.08)	(3.29)	(2.42)
转股溢价率	(0.00)	0.00	11.24	20.07	2.31

数据来源: iFinD, 东方金诚

## 二、上周市场回顾

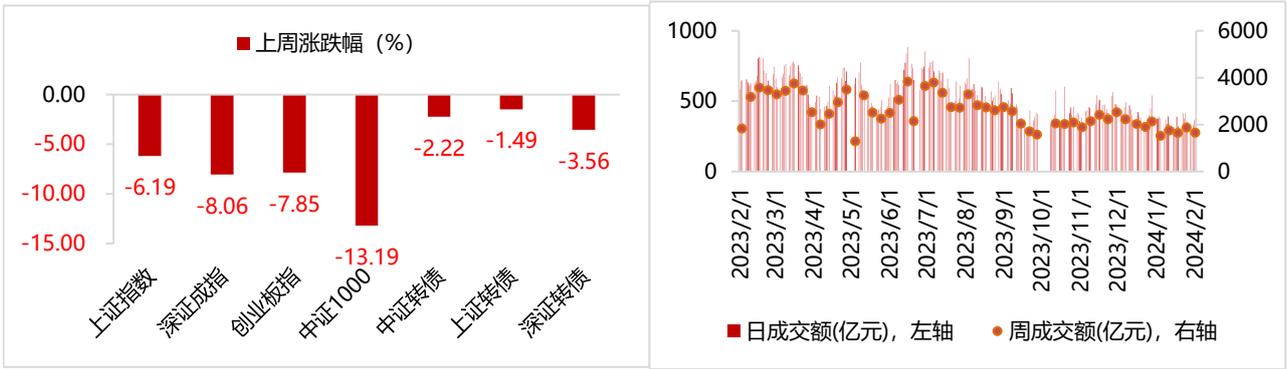
### 2.1 二级市场

**上周，权益市场主要指数集体收跌**，上证指数、深证成指、创业板指分别收跌 6.19%、8.06%、7.85%。周一，中字头早盘大涨午后回落，创业板再创新低，两市超 4800 个股下跌，成交额 8052 亿元，北向资金小幅净卖出 5.92 亿元；周二，情绪持续低迷，大盘继续下挫，两市超 5000 个股下跌，成交额继回落至 6636 亿元，北向资金净买入 17.42 亿元；周三，沪指失守 2800，两市超 4800 个股下跌，超百股跌停，市场成交额 7583 亿元，北向资金净买入 37 亿元，三大指数收月线六连阴；周四，三大指数涨跌不一，创业板冲高回落，成交额 7030 亿元，北向资金小幅净买入 27.3 亿元；周五，A 股大幅下挫，大金融板块尾盘拉升护盘，带动沪指站上 2700 点，市场成交额 8057 亿元，北向资金实际净买入 23.6 亿元。分行业看，申万一级行业指数全线下跌，综合、社会服务跌逾 15%，计算机、轻工制造、环保、跌逾 14%，电子、商贸零售、国防军工、基础化工、电力设备、传媒跌逾 12%，仅银行跌幅 1% 以内。

**上周，转债市场主要指数小幅收跌**，转债市场体现抗跌属性，主要指数下行幅度明显低于权益市场，截至上周五，中证转债、上证转债、深证转债指数分别收跌 2.22%、1.49%、3.56%，市场量能继续萎缩，日均成交额 331.53 亿元，较上周缩量 44.91 亿元。从价格看，转债市场大多个券下跌，566 只转债中 60 只个券上涨，506 只个券下跌，上涨个券主要以银行、电力设备、汽车、医药生物居多，下跌个券主要以基础化工、电子、电力设备为主。从个券看，中旗转债涨超 14%，表现亮眼，赛轮转债涨超 6%，雅创转债涨超 4%，欧晶转债涨超 3%；下跌转债中，花王转债跌逾 17%，惠城转债跌逾 15%、新致转债跌逾 14%，晶瑞转债、中装转 2 跌逾 12%。

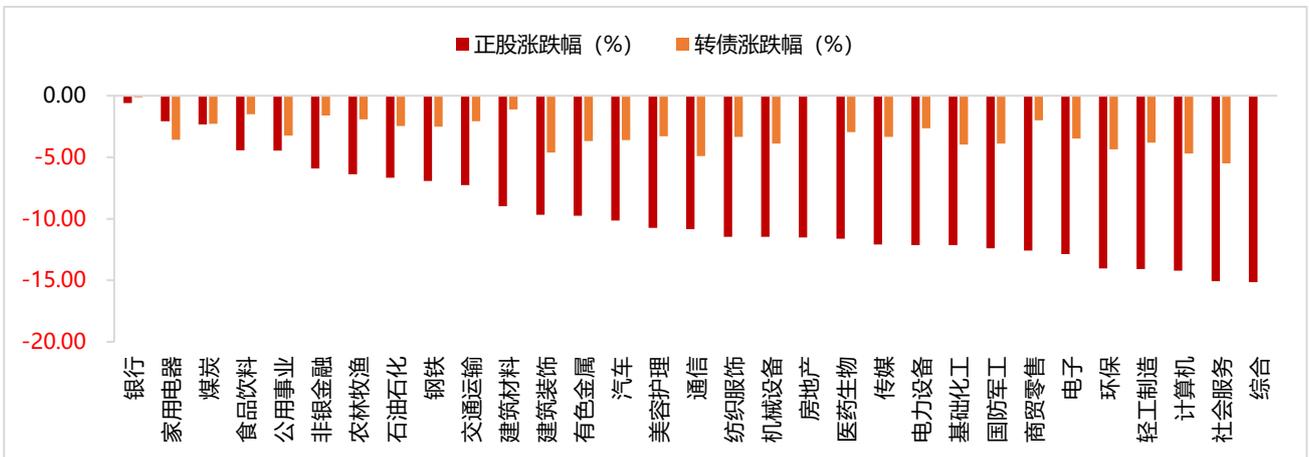
图表 9 权益市场和转债市场指数表现

图表 10 转债市场成交额



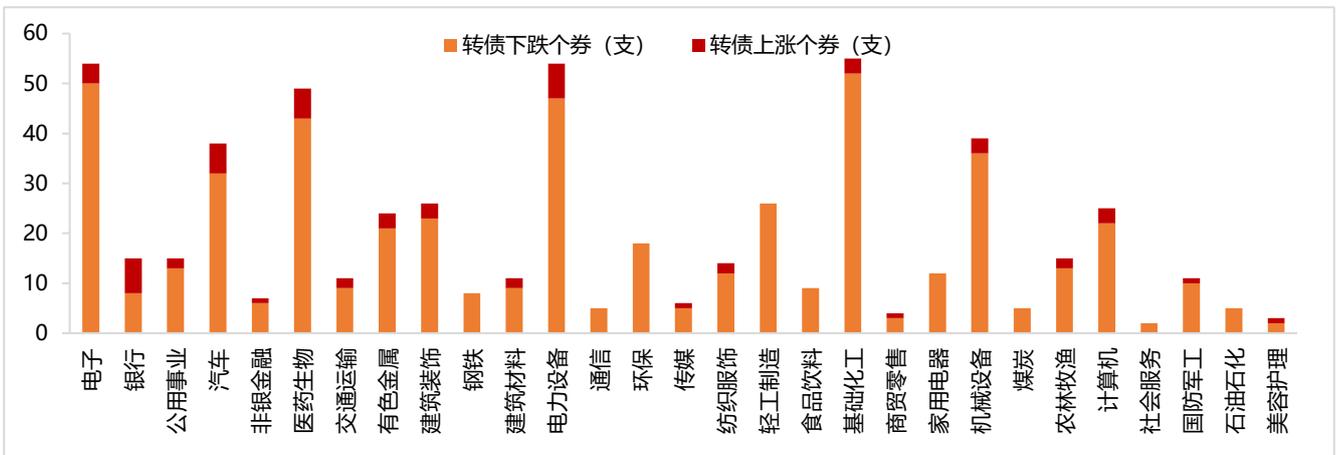
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 11 申万行业指数涨跌幅 (%)



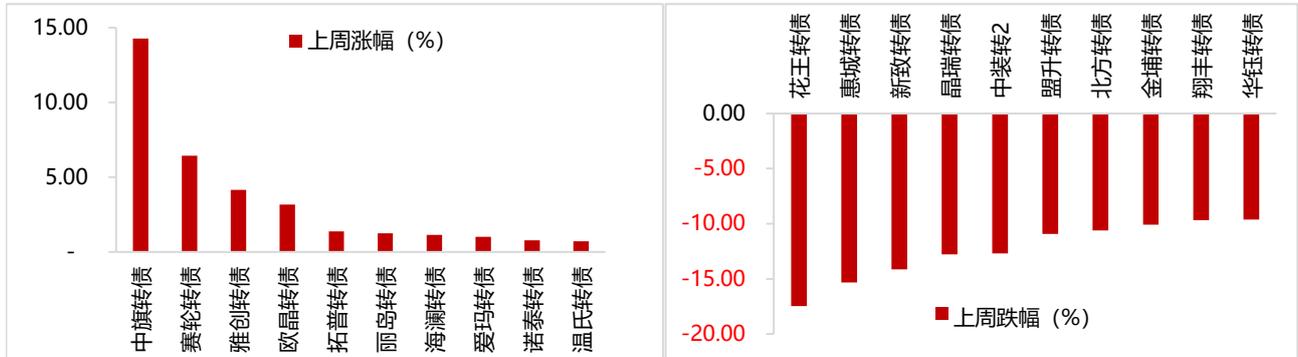
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 12 转债个券周涨跌幅行业分布



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 13 上周前十大涨幅转债个券和前十名跌幅转债个券



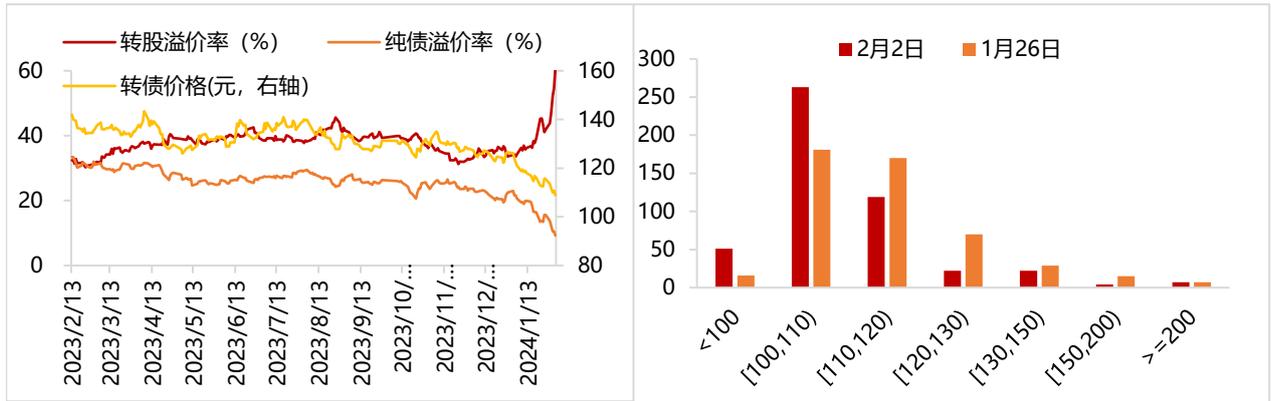
数据来源: Wind, 东方金诚

## 2.2 转债价格和估值

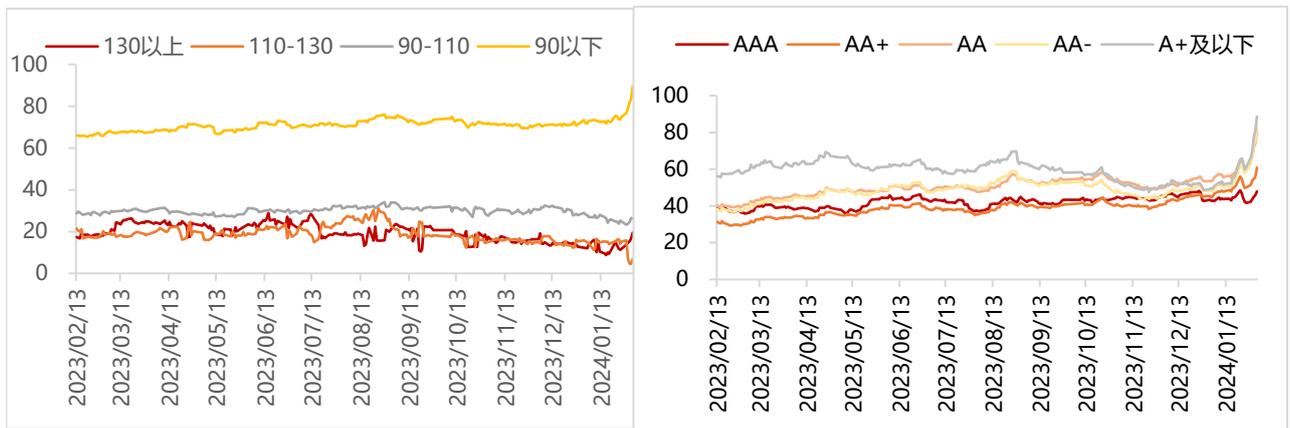
上周，转债市场价格继续下降，估值大幅拉升。转债价格方面，截至2月2日，全市场转债价格算术平均值和中位数分别为113.88元、107.54元，相比前周下降5.70元、4.92元，主要为110-130元区间转债数量减少所致。转股溢价率方面，上周，全市场转债转股溢价率算术平均值和中位数分别为79.27%、60.72%，较上周上升21.41pcts、18.87pcts，其中，转股价值90以下转债转股溢价率算术平均值上升14.64pcts，信用评级A+及以下转债转股溢价率算术平均值上升27.34pcts；纯债溢价率方面，全市场转债纯债溢价率算术平均值和中位数分别为17.93%和9.25%，较前周下降6.57pcts和6.39pcts，其中，纯债价值80以下转债纯债溢价率下降9.90pcts，A+及以下评级转债的纯债溢价率下降9.67pcts。

图表 14 转债价格、转股溢价率和纯债溢价率中枢

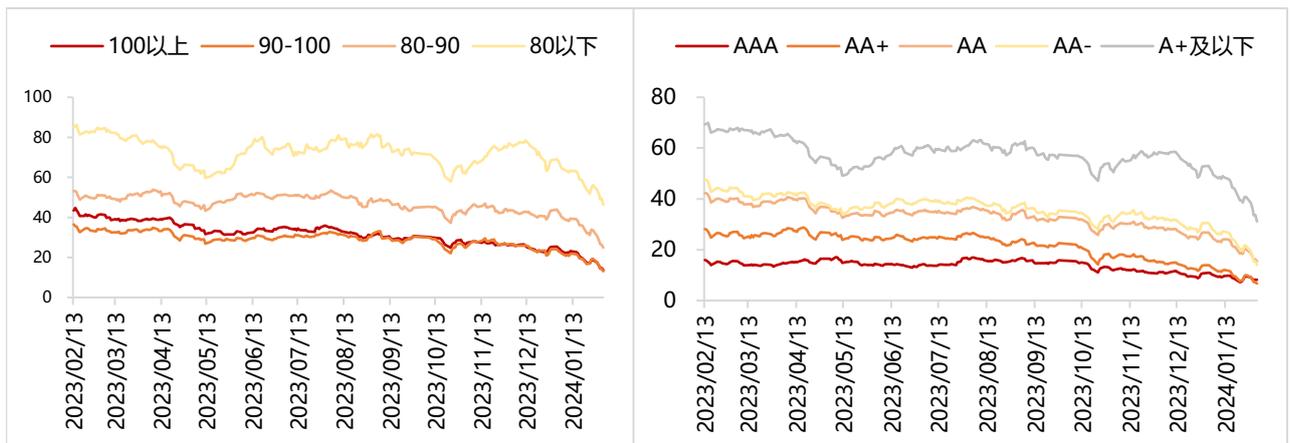
图表 15 转债个券价格分布区间（支）



图表 16 2023 年 2 月至 2024 年 2 月 2 日，转股溢价率算数平均值（按转换价值和信用等级）



图表 17 2023 年 2 月至 2024 年 2 月 2 日，纯债溢价率算数平均值（按纯债价值和信用等级）



数据来源：Wind，东方金诚

### 2.3 一级市场

上周，龙星转债、楚天转债发行 17.55 亿元，卡倍转 02 上市，截至上周五，转债市场存量规模 8564.23 亿元，较年初减少 137.76 亿元。龙星转债发行人龙星化工股份有限公司是一家专业从事橡胶用炭黑生产的上市公司。拥有 10 条具有国际先进水平的湿法造粒炭黑生产线，处于国内炭黑行业领先地位，是国内第二大炭黑生产基地，成为中国民族炭黑工业的领跑者。楚天转债发行人楚天科技股份有限公司，主营业务系医药装备及其整体技术解决方案，并推动智慧医药工厂的研究与开发，在坚持既定业务领域的同时，还将进入高端医疗设备及医疗机器人领域，推动医药装备和医疗器械两翼发展，布局大健康。

图表 18 上周发行转债情况（截至 2 月 2 日）

发行日期	转债代码	转债名称	正股代码	正股简称	发行规模(亿元)	信用等级	申万一级行业	初始转股价	转股起始日	正股市值(亿元)
2024-02-01	127105.SZ	龙星转债	002442.SZ	龙星化工	7.55	AA-	基础化工	6.13	2024-08-07	18.41
2024-01-31	123240.SZ	楚天转债	300358.SZ	楚天科技	10.00	AA	医药生物	10.00	2024-08-06	42.56

数据来源：Wind，东方金诚

上周，卡倍转 02 上市，首日表现较强，涨超 25%，估值角度看，截至上周五，卡倍转 02 转股溢价率 70.71%，高于市场中位数的 60.72%，需注意后续回调风险。

图表 19 上周转债上市情况（截至 2 月 2 日）

上市日期	转债代码	转债名称	正股代码	正股简称	申万行业一级	发行规模(亿元)	首日涨跌幅 (%)	首周涨跌幅 (%)	转股溢价率 (%)	纯债溢价率 (%)
2024-02-01	123238.SZ	卡倍转 02	300863.SZ	卡倍亿	汽车	5.29	25.00	13.90	70.71	48.48

数据来源：Wind，东方金诚

条款跟踪方面，权益市场大幅下行，多只转债公告预计触发下修条件。上周，众和转债公告将转股价格由 8.20 元/股下修至 7.04 元/股；孩王转债公告董事会提议下修转股价格；立高转债、正海转债、开润转债、淇滨转债、塞力转债、山鹰转债、鹰 19 转债、金能转债、金宏转债、美锦转债、盛航转债公告不下修转股价格；佳禾转债、今飞转债、华特转债、博实转债、华亚转债、道恩转债、永安转债、武进转债、凯盛转债、裕兴转债、德尔转债、海顺转债、大叶转债、漱玉转债、恒锋转债、好客转债、燃 23 转债、新化转债、豪鹏转债、新乳转债、联诚转债公告预计触发转股价格下修条件。截至 2024 年 2 月 2 日，共计 13 只转债通过证监会核准待发，合计 86.94 亿元，共计 22 只转债过发审委，合计 245.17 亿元（见附表 1）。

附表 1 转债发行预案进度

预案进度	代码	公司名称	核准公告日	发行规模 (亿元)	发行期限(年)	申万行业 (2021)
证监会	605366.SH	宏柏新材	2024-01-23	9.6000	6.00	基础化工
	603939.SH	益丰药房	2024-01-23	17.9743	6.00	医药生物
	301081.SZ	严牌股份	2024-01-12	4.6789	6.00	环保
	301053.SZ	远信工业	2023-12-21	2.8647	6.00	机械设备
	301004.SZ	嘉益股份	2023-12-15	3.9794	6.00	轻工制造
	603319.SH	湘油泵	2023-11-30	5.7739	6.00	汽车
	300893.SZ	松原股份	2023-11-29	4.1000	6.00	汽车
	300553.SZ	集智股份	2023-10-27	2.5460	6.00	机械设备
	000628.SZ	高新发展	2023-07-25	6.9100	6.00	建筑装饰
	002701.SZ	奥瑞金	2023-07-11	9.4000	6.00	轻工制造
	688799.SH	华纳药厂	2023-04-25	6.9100	6.00	医药生物
	300878.SZ	维康药业	2023-04-03	6.8000	6.00	医药生物

	002234.SZ	民和股份	2021-09-14	5.4000	6.00	农林牧渔
过发审委	603289.SH	泰瑞机器	2024-02-02	3.3780	6.00	机械设备
	688550.SH	瑞联新材	2024-02-01	10.0000	6.00	电子
	605166.SH	聚合顺	2024-01-30	3.3800	6.00	基础化工
	600531.SH	豫光金铅	2024-01-29	7.1000	6.00	有色金属
	002600.SZ	领益智造	2024-01-26	21.3742	6.00	电子
	688385.SH	复旦微电	2024-01-26	20.0000	6.00	电子
	603067.SH	振华股份	2024-01-24	4.0621	6.00	基础化工
	605116.SH	奥锐特	2024-01-23	8.1212	6.00	医药生物
	688403.SH	汇成股份	2024-01-22	11.4870	6.00	电子
	603829.SH	洛凯股份	2024-01-19	4.0343	6.00	电力设备
	301131.SZ	聚赛龙	2023-12-29	2.5000	6.00	基础化工
	300870.SZ	欧陆通	2023-12-29	6.4453	6.00	电力设备
	688135.SH	利扬芯片	2023-12-14	5.2000	6.00	电子
	603568.SH	伟明环保	2023-12-13	2.8500	6.00	环保
	301235.SZ	华康医疗	2023-12-08	7.5000	6.00	医药生物
	600419.SH	天润乳业	2023-12-05	9.9000	6.00	食品饮料
	603809.SH	豪能股份	2023-12-01	5.5000	6.00	汽车
	603060.SH	国检集团	2023-10-09	8.0000	6.00	社会服务
	301216.SZ	万凯新材	2023-08-18	27.0000	6.00	基础化工
	603305.SH	旭升集团	2023-07-19	28.0000	6.00	汽车
000630.SZ	铜陵有色	2023-06-28	3.3366	6.00	有色金属	

	603077.SH	和邦生物	2023-06-20	46.0000	6.00	基础化工
--	-----------	------	------------	---------	------	------

资料来源：Wind，东方金诚

#### 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、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他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