

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 翟恬甜

高级分析师 于丽峰

时间

2024年6月19日

- 5月，小微盘股明显承压，部分转债发行人业绩不佳拖累正股，使转债市场下修条款频繁触发，达到110次，成为2023年以来，仅次于今年2月下修潮时138次以外的次高水平。
- 下修意愿上看，5月，19支转债选择下修，占比17.27%，下修支数与下修占比均处于高位。同时，不下修保证期则处于低位，加权平均水平仅2.79个月，显示出发行人整体对后期正股走势依然信心较弱，但相比4月，已出现边际修复。
- 进一步探究发行人下修的主要动因，发现13支转债主要目的为促转股，其中，7支转债属于回售类下修，由于正股持续表现低迷已接近触发回售，在现金吃紧的背景下促转股紧迫性较强。此外6支转债属于自救类下修，大股东由于持有比例较高，为降低其所持转债的损失或便于减持套现，在短时间内主动推进下修。
- 整体来看，5月下修转债的3日内平均收益1.83%，跑赢市场2.20pcts。6月（截至6月14日），权益市场仍在震荡调整，不下修保证期到期转债也在近60支。我们预计6月触发下修、选择下修的转债依然较多，下修博弈仍可作为重要增量收益来源。
- 市场回顾：上周，转债市场抗跌属性凸显，价格上升，估值压降，其中评级AA-级与A+及以下级转债估值降幅较大，平均下跌3pcts、5pcts。一级市场升24转债发行，无转债上市；截至上周五，转债市场存量规模8012.04亿元，较年初减少689.95亿元。



关注东方金诚公众号  
获取更多研究报告

## 一、转债聚焦

5月，转债市场触发下修条款的转债累计达到110支，成为2023年以来，仅次于今年2月下修潮时138支以外的次高水平，在权益市场整体低迷的背景下，转债市场条款博弈的机会与价值进一步凸显。

**5月下修条款频繁触发的主因在于小微盘与业绩不佳发行人的正股承压所致。**

5月权益市场先升后降，大小盘股表现分化，5月9日至5月31日，沪深300跌幅约2pcts，但中证500、中证1000、中证2000指数回落水平均在5pcts附近，5月触发下修的110支转债正股总市值均值仅86.37亿元，受小微盘整体下跌影响，正股承压明显。同时，4月上市公司年报及2024年一季报集中披露后，业绩下滑对转债正股价格形成压力，5月触发下修条款的发行人中，超六成2023年利润同比增速下滑，24个发行人2023年净利润亏损，显示出当前宏观经济修复基础尚不稳固、微观主体经营业绩缺乏实际支撑，导致正股价格下跌。

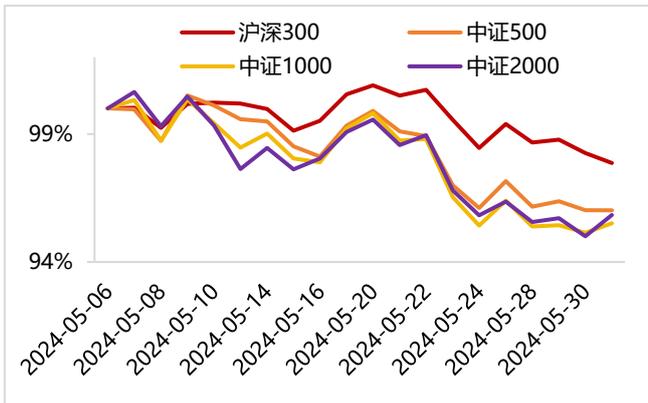
下修意愿上看，5月，下修转债支数与下修占比处于高位，不下修保证期则处于低位，显示出发行人整体对后期正股走势依然信心较弱，但相比4月，已出现边际修复。

5月，91支转债选择不下修，占触发数量的绝大多数，没有短期回售压力使大多数转债发行人下修转股价的迫切性不高，相较于现在下修转股价格增加未来转债转股对股权的稀释作用，发行人更倾向于不下修，静待正股价格反弹修复。但仍有19支转债选择下修，与上月持平，处于2023年以来次高水平，下修比例达到17.27%，显著高于前期的10%左右的水平，但低于4月的29.69%。

除高触发基数的影响外，4、5月分别有59支、61支转债不下修保证期到期（不下修保证期为发行人触发下修条款但不选择下修时，选择在一定时间内即使再次触发也不进行下修的期限）。2023年10月以来，转债发行人对后续市场与正股表现的信心不断下滑，加权平均不下修保证期由2023年10月的5.80个月，逐步降至2024年3月的1.86个月，此后持续低于2023年以来的平均水平。但边际

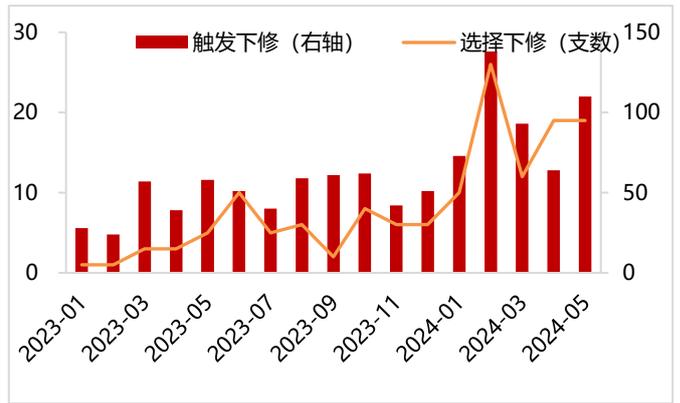
上看，5月下修比例已有所降低，不下修保证期也由3月低点逐渐回升至5月的2.79个月，显示出随着稳增长政策发力下宏观经济修复向好，转债发行人市场预期正在筑底修复。

图表1 5月权益市场指数表现



数据来源: Wind, 东方金诚

图表2 2023年以来每月下修条款触发情况

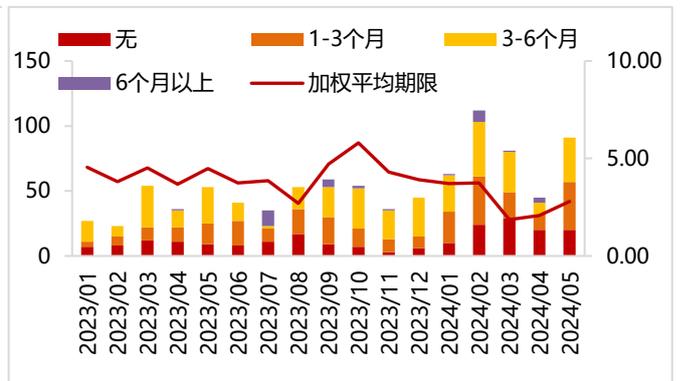


图表3 每月不下修保证期到期情况 (统计至6月14日)



数据来源: Wind, 东方金诚

图表4 每月不下修转债的不下修保证期情况



进一步探究下修驱动因素，促转股依旧为下修主要目的，5月选择下修的19支转债中，13支转债目的主要为促转股。其中，药石转债与泉峰转债由于业绩下滑，正股价格持续承压，转股价值降至40附近；康泰转2、大禹转债、南电转债的转换价值则达到80附近，近期正股表现主要受到市场影响，因此下修既可有效促转股，或为后期强赎打下基础。此外，7支转债由于正股持续表现低迷接近触发回售，在现金吃紧的背景下促转股紧迫性较强。

回售权作为一种持有人权利，标志着一旦转债进入回售期（一般为存续期中的后两年，即 4-6 年），正股价格持续低于转股价格 70%，转债持有人就可以将所持转债回售给发行人，要求发行人还本付息。因此，为避免触发回售后带来的资金偿付压力，当转债已经进入或即将进入回售期时，发行人往往会选择下修转股价格，使回售条件不被满足。

5 月的 7 只回售类下修转债中，3 支已进入回售期，4 支将在 1 年内进入回售期。计算其触发日正股价格与转股价格的关系，发现其中 5 支的正股价格已降至转股价格 70% 以下，除湖广转债即将到期外，其余转债若不能及时扭转此状态，则会触发回售。然而观察 2024 年 1 季度末的发行人账面现金（及现金等价物）与触发日转债余额，发现大多回售类下修转债的发行人资金压力较大，现金余额比在 1 以下，当前现金储备不足以覆盖若触发回售需支付的转债本息，甚至 4 个发行人现金余额比在 0.5 以下。因此，为规避回售带来的财务冲击，被动下修转股价格成为此类发行人的唯一选择。

图表 5 5 月回售类下修转债概览

转债代码	转债简称	触发下修日期	是否达到回售条件	现金余额比	剩余期限	触发日余额	触发日平价	触发日转债价格
113573.SH	纵横转债	2024/5/8	价格已达到，未满足 30 日	0.41	1.94	2.70	63.57	118.60
110072.SH	广汇转债	2024/5/9	价格已达到，未进入回售期	0.75	2.28	33.66	37.22	97.84
128070.SZ	智能转债	2024/5/14	价格未达到	0.22	1.13	2.29	87.90	126.27
113596.SH	城地转债	2024/5/17	价格已达到，未进入回售期	0.71	2.20	11.98	22.10	97.55
123052.SZ	飞鹿转债	2024/5/21	价格未达到	0.30	2.04	1.50	87.45	133.26
127007.SZ	湖广转债	2024/5/24	价格已达到，即将到期	0.43	0.10	3.67	69.18	107.76
123101.SZ	拓斯转债	2024/5/29	价格已达到，未进入回售期	1.37	2.78	6.70	47.97	114.59

数据来源：Wind，东方金诚

另外有一类下修可以归为“自救类下修”。这类转债公司大股东持有比例较高，为降低大股东持有转债的损失或便于其减持套现，大股东有动力主动下修转股价。这类转债特点为十大股东累计持有比例高、剩余期限较长。

由于转债发行时，原股东可享有优先配售权，公司实控人与大股东通常获配数量较高，因此，减持转债成为其后续回笼资金实现退出的关键一步。由于大股东满配转债时，下修不会对其所持股份造成稀释，因此，当大股东有资金需要，

或者正股持续表现不佳，侵蚀大股东所持转债的价值时，为避免进一步损失，或在减持转债时获取更高收益，转债大股东有极高动力推动下修转股价格，抬升转股价值。虽然持有转债的股东没有下修投票权，但是当其他中小持有人式微时，大股东依然可依靠自己对公司的话语权与影响力，促成下修。

大部分下修转债的大股东占比在 5% 以下，且剩余期限较短，平均仅 2.63 年，而 5 月有 6 支下修转债大股东持有比例显著高于其他下修转债，均在 15% 以上，平均达到 35.76%，且平均剩余期限显著长于其他下修转债，平均达到 5.09 年，我们将此 6 支转债归类为自救类下修转债。5 月自救类下修转债的持仓集中度显著高于其他转债，前十大持有人合计占比平均达到 61.56%，其余转债仅 39.83%，显示出自救类下修转债的大股东在下修意愿与促下修能力上，均高于其余转债。此外，自救类下修转债平均不足 1 年的存续期，显示出当大股东有强下修动力时，此类下修提案往往推动较快。

图表 6 5 月自救类下修转债概览

转债代码	转债简称	触发下修日期	大股东持有比例	前十大持有人合计占比	剩余期限	触发日余额	触发日平价	触发日转债价格
123191.SZ	智尚转债	2024/5/9	47.25	66.54	4.92	7.00	78.72	114.74
113652.SH	伟 22 转债	2024/5/10	19.99	39.56	4.20	14.77	66.49	111.74
118037.SH	上声转债	2024/5/21	18.12	79.11	5.13	5.20	60.65	115.43
123216.SZ	科顺转债	2024/5/24	33.84	63.39	5.20	21.98	57.21	109.15
123240.SZ	楚天转债	2024/5/27	37.95	53.62	5.68	10.00	79.40	114.28
123227.SZ	雅创转债	2024/5/27	57.38	67.16	5.40	3.63	74.58	126.40

数据来源：Wind，东方金诚

整体来看，博弈下修可以提振转债表现，但在较为低迷的市场环境中，应注意退出不及时带来的风险。5 月下修转债公告后 3 日内平均收益 1.83%，1 周内平均收益 1.33%，分别跑赢市场 2.20pcts、1.31pcts，但若持有至两周，则平局跑输市场。展望后市，6 月以来（截至 6 月 14 日）权益市场依然维持震荡调整态势，中证 1000 与中证 2000 已分别录跌 3.26%、5.14%，且不下修保证期到期转债也在近 60 支，预计 6 月触发下修、选择下修的转债数量依然维持高位，下修博弈仍可作为 6 月转债市场增量收益来源。

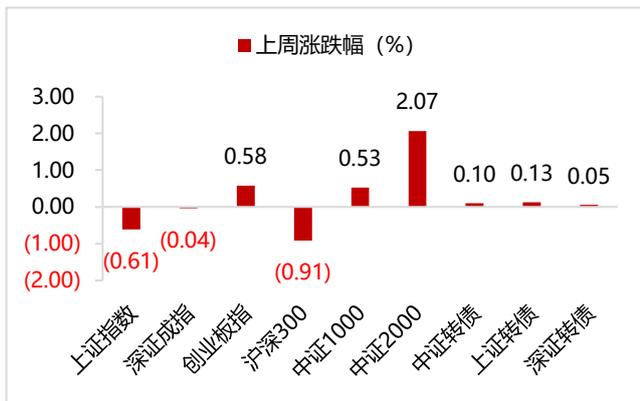
## 二、上周市场回顾

### 2.1 二级市场

上周，权益市场主要指数震荡分化，上证指数、深证成指分别收跌 0.61%、0.04%，创业板指收涨 0.58%。周一休市，周二，A 股走势分化，沪指受权重股拖累收四连阴，两市成交额 7053 亿元，北向资金净卖出 74.97 亿元；周三，A 股早盘窄振，午后分化，两市成交额 6492 亿元，北向资金净卖出 33.53 亿元；周四，A 股震荡走低，两市成交额 7551 亿元，北向资金净卖出 63.06 亿元；周五，A 股放量反弹，两市成交额 8508 亿元，北向资金净卖出 47.53 亿元。分行业看，申万一级行业指数多数下跌，上涨行业中，通信涨超 6%，电子涨超 4%，计算机涨超 3%，传媒涨超 2%；下跌行业中，交通运输跌逾 3%，农林牧渔、食品饮料、有色金属、银行、建筑材料跌逾 2%。

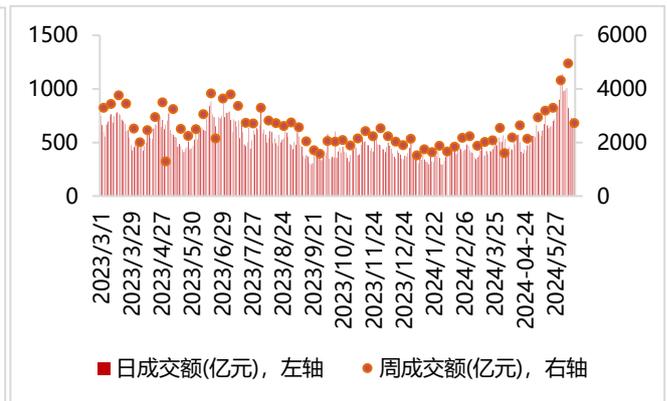
上周，转债市场主要指数小幅收涨，中证转债、上证转债、深证转债指数分别收涨 0.10%、0.13%、0.05%，日均成交额 681.27 亿元，较上周缩量 308.42 亿元。从价格看，转债市场涨跌个数相当，564 支转债中 283 只个券上涨，281 支个券下跌，其中电子、银行、公用事业上涨个券居多，下跌个券主要来自基础化工、医药生物、电力设备。上涨个券看，晨丰转债涨超 10%，中辰转债涨超 9%，溢利转债涨超 7%；下跌个券中，博汇转债、雪榕转债跌逾 19%，雅创转债跌逾 11%，调整幅度较大。

图表 7 权益市场和转债市场指数表现

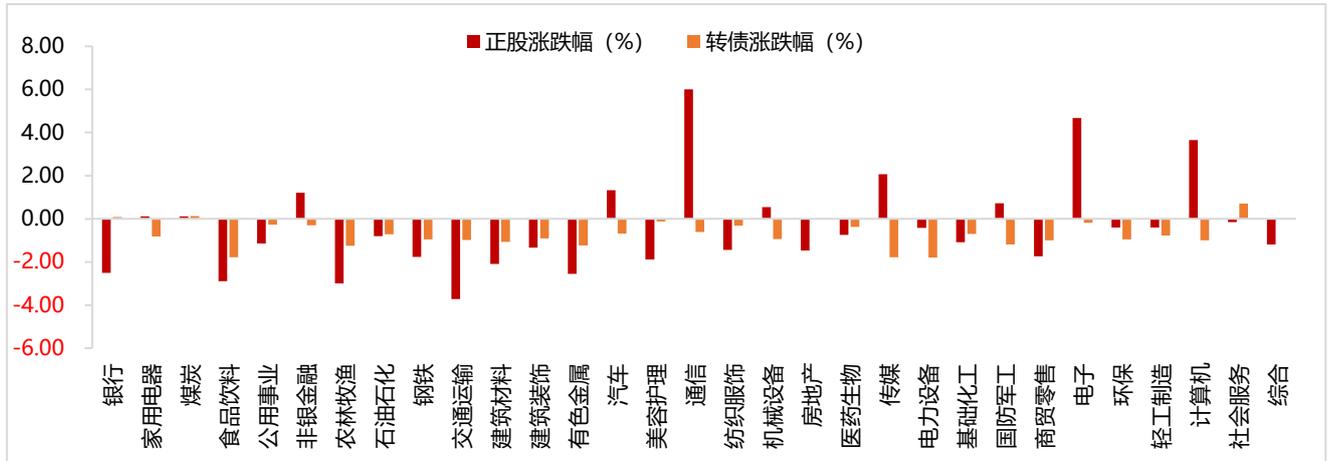


数据来源：Wind，东方金诚

图表 8 转债市场成交额

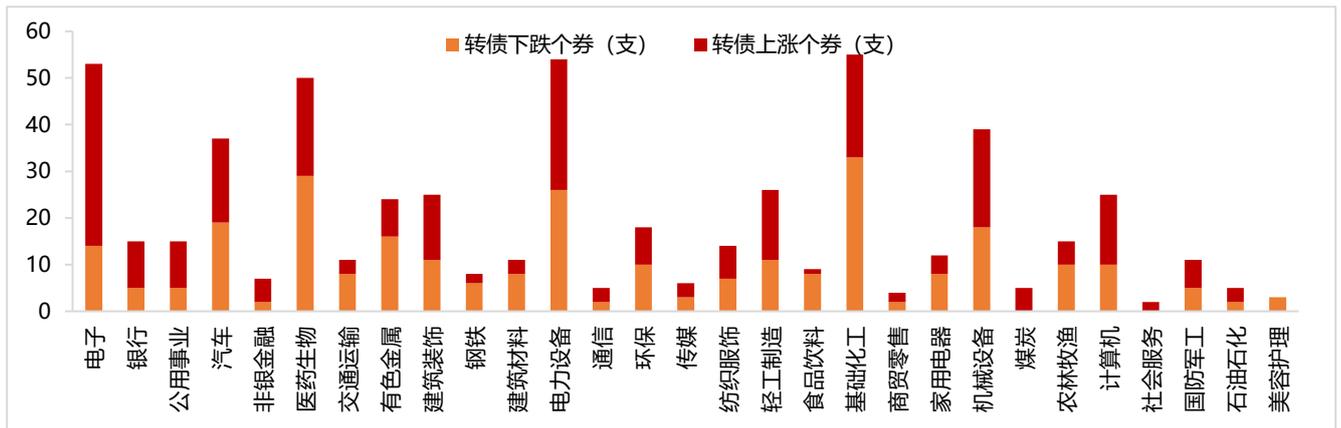


图表 9 申万行业指数涨跌幅 (%)



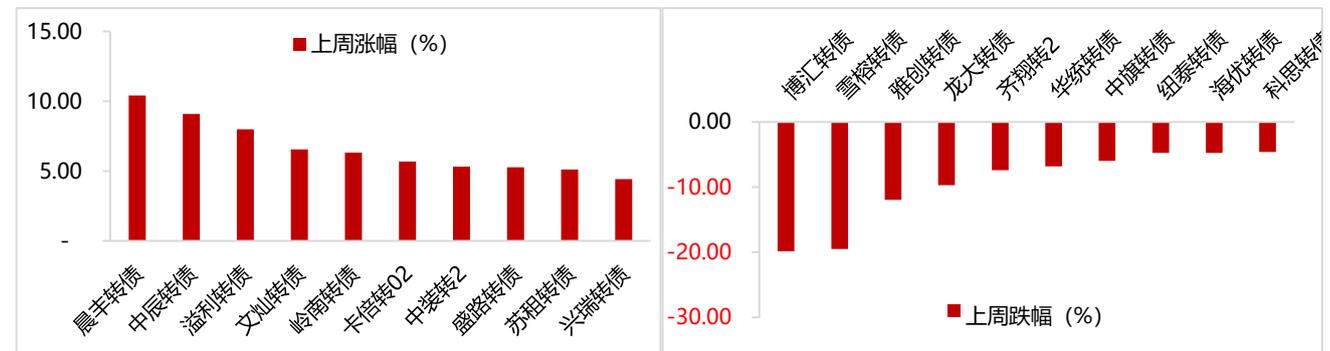
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 10 转债个券周涨跌幅行业分布



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 11 上周前十大涨幅转债个券和前十大跌幅转债个券

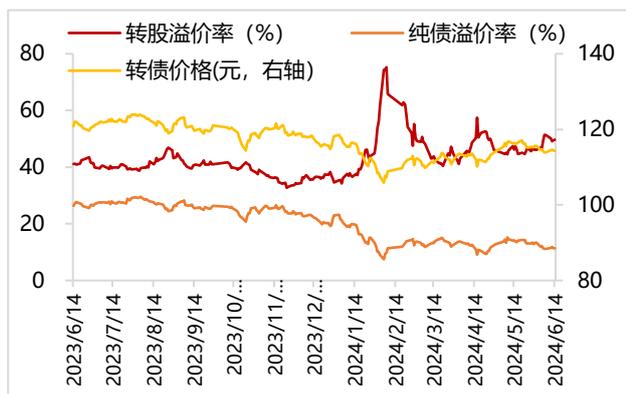


数据来源: Wind, 东方金诚

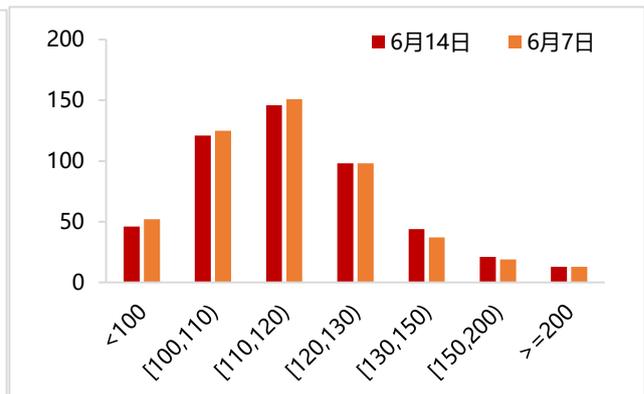
## 2.2 转债价格和估值

上周，转债市场个券平均价格上升，估值压降。转债价格方面，上周，全市场转债价格算术平均值 120.82 元，较前周上升 0.27 元，中位数为 114.30 元，较前周上升 0.40 元。**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 69.63%、49.66%，较上周下降 2.38pcts、下降 1.70pcts，其中转换价值 90 以下转债估值下跌 2pcts，评级 AA-级与 A+及以下级转债估值分别下跌 3pcts、5pcts；**纯债溢价率方面**，全市场转债纯债溢价率算数平均值和中位数分别为 18.82%和 11.36%，较前周下降 0.02pcts、上升 0.24pcts，其中，纯债价值 80 以下区间转债纯债溢价率下跌 1pcts，其余类别转债的纯债溢价率变动均在 1pcts 以内。

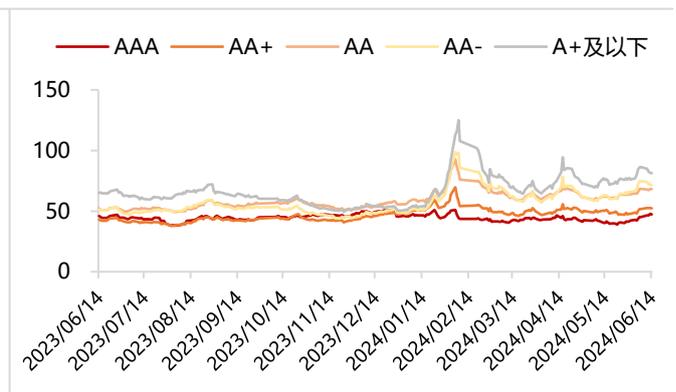
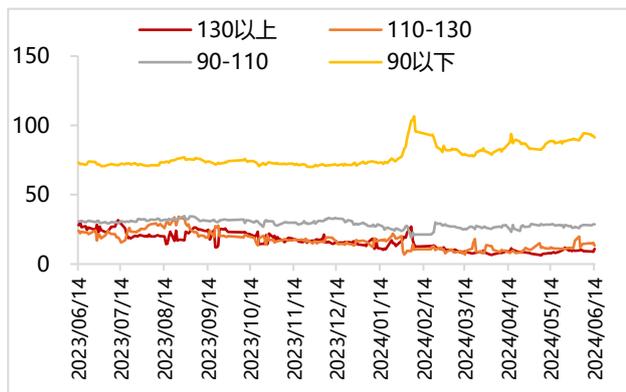
图表 12 转债价格、转股溢价率和纯债溢价率中枢



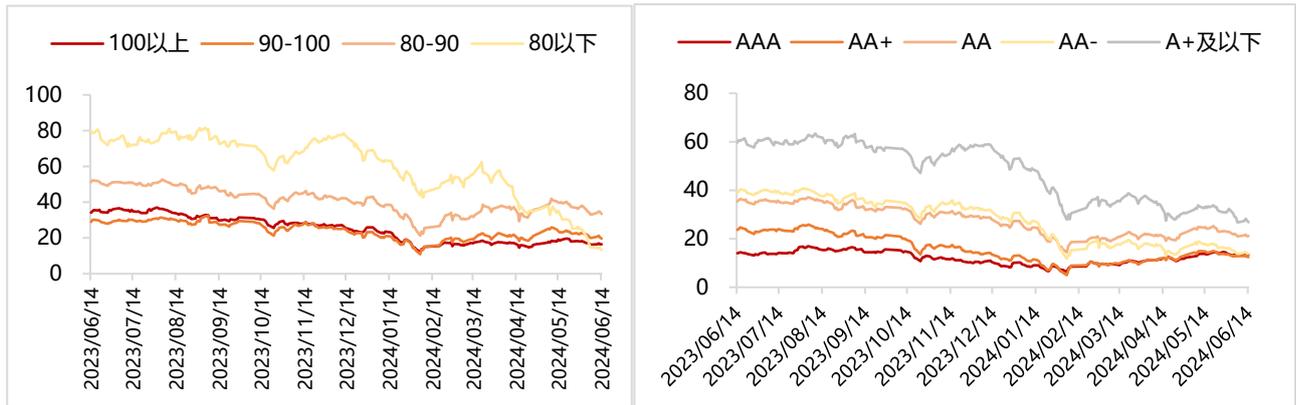
图表 13 转债个券价格分布区间（支）



图表 14 转股溢价率算数平均值（按转换价值和信用等级）



图表 15 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，升 24 转债开启网上申购，无转债上市，截至 6 月 14 日，转债市场存量规模 8012.04 亿元，较年初减少 689.95 亿元。升 24 转债发行人宁波旭升集团股份有限公司设有压铸、锻造、挤压集成三大事业部，产品主要覆盖新能源汽车的电驱动系统、电控系统、电池系统、底盘悬挂系统及高性能车身系统等，在亚洲、欧洲、美洲等地均设立研发中心及制造基地。

图表 16 上周发行转债情况

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)
2024-06-14	113685.SH	升 24 转债	603305.SH	旭升集团	28.00	AA-	汽车	12.89	2024-12-20	114.23

数据来源：Wind，东方金诚

上周，恒辉安防可转债获交易所审核通过，天润乳业、振华股份可转债获证监会注册批复。截至 6 月 14 日，共计 17 只转债通过证监会核准待发，合计 93.83 亿元，共计 12 只转债过发审委，合计 169.90 亿元（见附表 1）。

条款跟踪方面，多只转债下修或提议下修转股价格。上周，湖广转债公告将转股价格由 5.58 元/股下修至 3.79 元/股；大禹转债公告将转股价格由 4.60 元/股下修至 3.70 元/股；岭南转债、亚药转债、交建转债、维尔转债公告董事会提议下修转股价格；新化转债、华宏转债、中能转债、长久转债、福立转债、兴瑞转债、盛路转债、洁美

转债、长集转债公告不下修转股价格；嘉元转债、镇洋转债、聚合转债、超声转债、浙建转债、今飞转债、万顺转债、国城转债公告预计触发下修条件。

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	603067.SH	振华股份	2024/6/13	4.06	6	基础化工
	600419.SH	天润乳业	2024/6/12	9.90	6	食品饮料
	688403.SH	汇成股份	2024/6/8	11.49	6	电子
	605166.SH	聚合顺	2024/6/7	3.38	6	基础化工
	603289.SH	泰瑞机器	2024/5/21	3.38	6	机械设备
	603809.SH	豪能股份	2024/3/14	5.50	6	汽车
	688135.SH	利扬芯片	2024/3/1	5.20	6	电子
	301235.SZ	华康医疗	2024/2/7	7.50	6	医药生物
	300870.SZ	欧陆通	2024/2/7	6.45	6	电力设备
	301131.SZ	聚赛龙	2024/2/7	2.50	6	基础化工
	301081.SZ	严牌股份	2024/1/16	4.68	6	环保
	301053.SZ	远信工业	2023/12/22	2.86	6	机械设备
	301004.SZ	嘉益股份	2023/12/18	3.98	6	轻工制造
	300893.SZ	松原股份	2023/12/1	4.10	6	汽车
	300553.SZ	集智股份	2023/10/28	2.55	6	机械设备
	000628.SZ	高新发展	2023/7/26	6.91	6	建筑装饰
	过发审委	002701.SZ	奥瑞金	2023/7/12	9.40	6
300952.SZ		恒辉安防	2024/6/15	5.00	6	纺织服饰
688239.SH		航宇科技	2024/6/8	6.67	6	国防军工
002600.SZ		领益智造	2024/1/26	21.37	6	电子
002871.SZ		伟隆股份	2024/6/1	2.70	6	机械设备
603197.SH		保隆科技	2024/5/16	13.90	6	汽车
301216.SZ		万凯新材	2023/8/19	27.00	6	基础化工
603829.SH		洛凯股份	2024/1/20	4.03	6	电力设备
600531.SH		豫光金铅	2024/1/29	7.10	6	有色金属
688385.SH		复旦微电	2024/1/26	20.00	6	电子
605116.SH		奥锐特	2024/1/23	8.12	6	医药生物
603077.SH		和邦生物	2023/6/21	46.00	6	基础化工
603060.SH	国检集团	2023/10/10	8.00	6	社会服务	

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