

固收周报 20230416

反脆弱：转债赎回后交易属性是否凸显？

2023年04月16日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

证券分析师 陈伯铭

执业证书：S0600523020002

chenbm@dwzq.com.cn

相关研究

《超预期数据与债市表现的背离》

2023-04-16

《蓝晓转 02：国内吸附分离发展前景广阔》

2023-04-16

■ 总结来说，结合盘龙、万兴转债的历史表现，我们认为转债赎回后，在正股价格延续上涨的背景下，由于投资者套利动机强烈，转债的交易属性显著增强，且由于流动性溢价和交易性溢价的存在，转债涨跌幅基本高于正股。转股溢价率将快速下行并趋近于 0，但是否会转负从而产生套利机会则仍需观察转债热度。

■ 本周（4月10日-4月14日）权益市场整体下跌，多指数收跌；两市日均成交额较上周放量约 2464.68 亿元至 11409.21 亿元，周度环比回升 27.56%，北上资金全周净流入 47.56 亿元。行业方面，本周（4月10日-4月14日）31 申万一级行业中 9 个行业收涨，其中 5 个行业涨幅超 2%；有色金属、建筑装饰、传媒、石油石化、公用事业涨幅居前，分别上涨 5.38%、4.44%、3.14%、3.11%、2.48%；食品饮料、计算机、农林牧渔、轻工制造、通信跌幅居前，跌幅分别达-5.20%、-4.24%、-3.16%、-2.96%、-2.37%。

■ 本周（4月10日-4月14日）中证转债指数维稳，29 个申万一级行业中 18 个行业收涨，其中行业涨幅超过 2% 的行业共 1 个。煤炭、建筑材料、公用事业、电子、传媒涨幅居前，分别上涨 4.29%、1.79%、1.00%、0.96%、0.76%；食品饮料、石油石化、农林牧渔、纺织服饰、轻工制造跌幅居前，分别下跌-1.98%、-1.61%、-1.29%、-1.27%、-1.16%。本周转债市场日均成交额大幅缩量 11.28 亿元，环比变化-2.24%；成交额前十转债分别为万兴转债、精测转债、中矿转债、天路转债、北方转债、城市转债、蓝盾转债、太极转债、晶瑞转债、丝路转债；周度前十转债成交额均值达 77.39 亿元，成交额首位达 144.88 亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约 32.16% 的个券上涨，约 23.92% 的个券涨幅在 0-1% 区间，8.25% 的个券涨幅超 2%。

■ 股债市场情绪对比：本周（4月10日-4月14日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅为正、中位数为负，且相对于转债，正股周度涨幅更大。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升 22.20%，并位于 2022 年以来 17.40% 的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加 18.36%，位于 2022 年以来 80.90% 的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大。从股债涨跌数量占比来看，本周约 31.06% 的转债收涨，约 37.88% 的正股收涨；约 51.26% 的转债涨跌幅高于正股；相对于正股，转债个券能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪更优。

■ 核心观点：2023 年以来，全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第 1，指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热，但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手，把握“题材低吸，主线布局”的市场机遇，一方面关注景气度下行板块，如地产基建、大消费、制造；另一方面围绕市场主线，挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注：数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券（材料+设备+芯片）。

新债组合推荐：冠盛转债、天 23 转债、睿创转债、精锻转债、精测转 2。

3 月十大金债组合推荐：东风转债、博 22 转债、寿 22 转债、拓斯转债、博杰转债、宏川转债、道通转债、小熊转债、盛虹转债、华友转债。

近期关注题材转债推荐：晶瑞转 2、立昂转债、赛轮转债、永 22 转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转 2、奥飞转债、花园转债、博杰转债

■ 风险提示：（1）流动性收紧；（2）权益市场大幅调整；（3）地缘政治危机影响。（4）行业政策调控超预期。

内容目录

1. 转债赎回后交易属性是否凸显? ——以盘龙、万兴转债为例.....	4
2. 周度市场回顾	8
2.1. 权益市场整体下跌, 多行业收跌.....	8
2.2. 转债市场整体上涨, 多行业收涨.....	10
2.3. 股债市场情绪对比.....	15
3. 后市观点及投资策略.....	16
4. 风险提示	27

图表目录

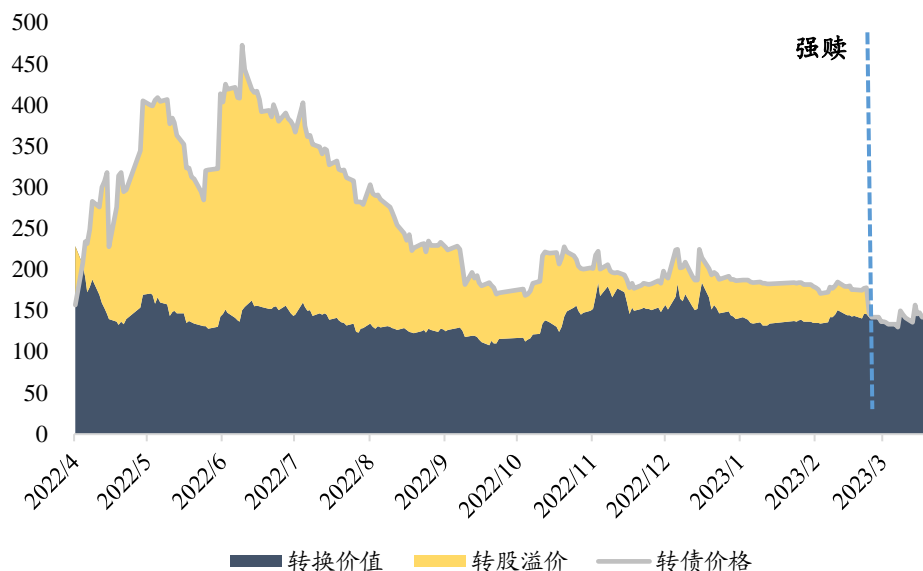
图 1:	盘龙转债转债价格绝对拆分 (单位: 元)	4
图 2:	盘龙转债转股溢价率 (单位: %)	5
图 3:	盘龙转债转换价值 (单位: 元)	5
图 4:	万兴转债转债价格绝对拆分 (单位: 元)	5
图 5:	万兴转债转股溢价率 (单位: %)	6
图 6:	万兴转债转换价值 (单位: 元)	6
图 7:	盘龙转债及正股换手率 (单位: %)	6
图 8:	盘龙转债及正股成交额 (单位: 百万元)	6
图 9:	万兴转债及正股换手率 (单位: %)	7
图 10:	万兴转债及正股成交额 (单位: 百万元)	7
图 11:	盘龙转债及正股涨跌幅 (单位: %)	7
图 12:	万兴转债及正股涨跌幅 (单位: %)	7
图 13:	中证转债和万得全 A 涨跌情况对比	8
图 14:	本周各指数涨跌幅 (单位: %)	8
图 15:	本周三大指数日涨跌幅 (单位: %)	9
图 16:	每日两市成交额 (单位: 亿元)	9
图 17:	本周 A 股市场各行业涨跌幅 (单位: %)	10
图 18:	本周正股和转债各行业涨跌幅 (单位: %)	11
图 19:	本周转债市场成交额 (单位: 亿元)	11
图 20:	本周转债成交额前十名 (单位: 亿元)	11
图 21:	转债个券周度涨跌幅分布 (纵轴单位: 只; 横轴单位: %)	12
图 22:	转股溢价率走势 (剔除炒作券) (单位: %)	12
图 23:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分价格) (单位: %)	13
图 24:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分平价) (单位: %)	13
图 25:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分评级) (单位: %)	13
图 26:	转股溢价率 (剔除炒作券, 分规模) (单位: %)	13
图 27:	本周转债各行业日均转股溢价率 (单位: %)	14
图 28:	本周转债各行业日均转股平价 (单位: 元, %)	14
表 1:	本周转债及正股市场交易情况	16
表 2:	十大金债属性 (截至 2023 年 4 月 14 日)	19

1. 转债赎回后交易属性是否凸显？——以盘龙、万兴转债为例

本周成交额前十位转债分别为万兴转债、精测转债、中矿转债、天路转债、北方转债、城市转债、蓝盾转债、太极转债、晶瑞转债、丝路转债。其中，万兴转债已持续两周位列成交额第一，但其已于4月4日公告强赎。因此，本周专题以盘龙转债和万兴转债为例，探究转债赎回后交易属性是否凸显。

盘龙转债（127057.SZ），发行人盘龙药业（002864.SZ），上市时间为2022年4月8日，曾于2022年11月8日公告不强赎，于2023年3月1日公告强赎，并于3月27日停止交易。公告强赎后，盘龙转债正股延续走高，3月15日涨停、3月21日触及涨停。转股溢价率于3月6日起快速转负，并在公告强赎至停止交易期间的19个交易日内，共计12个交易日保持负溢价，但负溢价程度较低，均在-2%以内。转债价格经历了前10日的快速下跌后，后期再次波动上行。

图1：盘龙转债转债价格绝对拆分（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2: 盘龙转债转股溢价率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

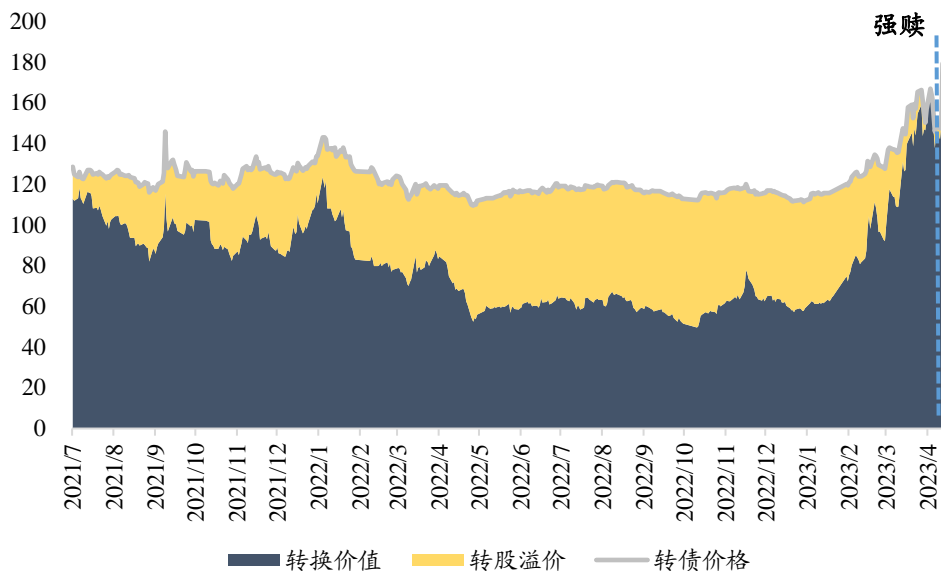
图3: 盘龙转债转换价值 (单位: 元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

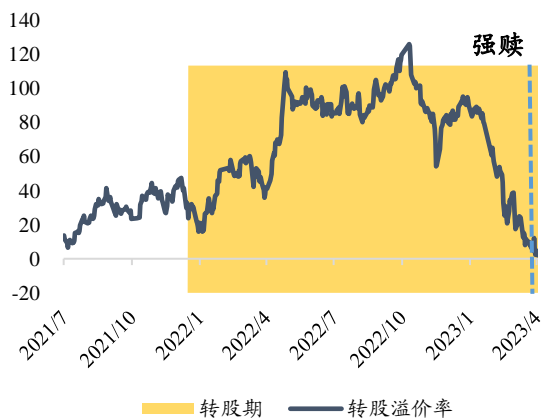
万兴转债 (123116.SZ), 发行人万兴科技 (300624.SZ), 上市时间为 2021 年 7 月 1 日, 于 2023 年 4 月 4 日公告强赎, 并将于 5 月 15 日停止交易。公告强赎后, 万兴转债正股持续快速拉升, 并于 4 月 12 日出现 20CM 涨停。但不同于盘龙转债, 万兴转债的转股溢价率在公告日后不降反升, 波动剧烈, 出现短暂负溢价后仍回到了 2.58% 的水平, 和公告日前基本一致, 或是由于投资者希望借转债套利, 导致大量买入转债, 反推升其价格和溢价率, 转债价格保持上行趋势。

图4: 万兴转债转债价格绝对拆分 (单位: 元)



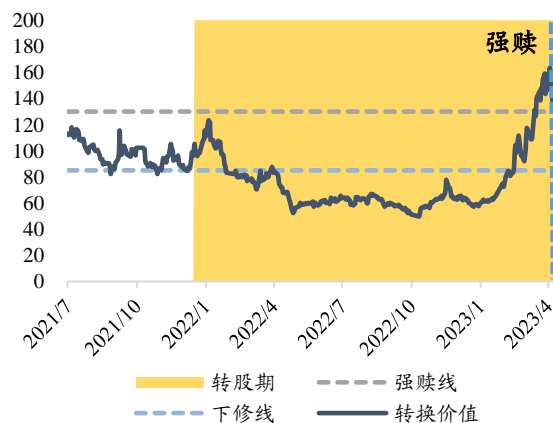
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 万兴转债转股溢价率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 万兴转债转换价值 (单位: 元)

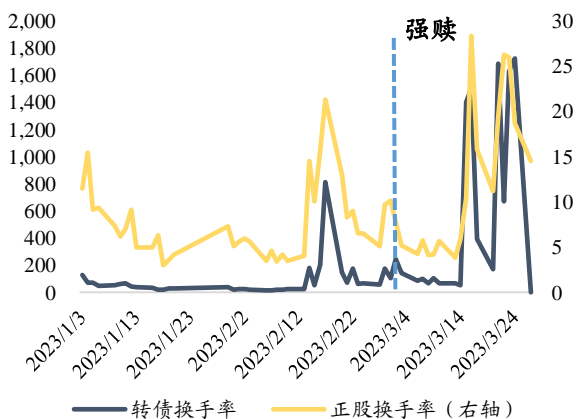


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公告强赎后, 盘龙转债的换手率与成交额均快速达到高峰, 且距停止交易日越近, 转债的交易属性越强。盘龙转债上一段成交高峰同样开始于转债可能触发强赎的时点, 证明强赎对于转债交易的确存在刺激作用。万兴转债方面, AIGC 板块维持高景气度叠加万兴公告强赎后溢价率走低, 催化市场交易热情, 万兴转债交易热度维持高位。

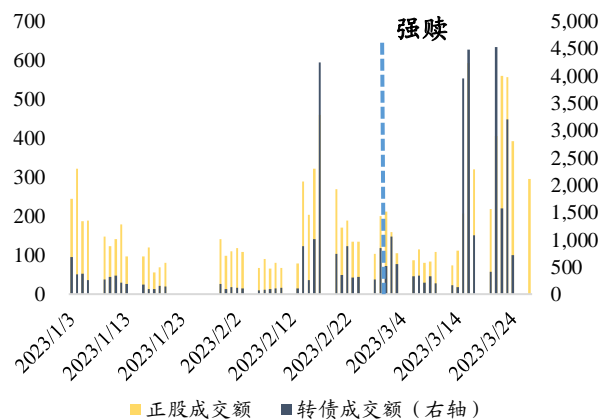
转债赎回后交易属性走强, 反映出在转债正股价格延续上涨的背景下, 市场交易热情高涨。一方面, 投资者希望借转债的负溢价率或较低的溢价率进行套利; 另一方面, 在正股涨停时投资者较难买入, 因此转而买入转债, 而转债“T+0”的交易规则和交易成本较低的特点更进一步强化了其交易属性。

图7: 盘龙转债及正股换手率 (单位: %)



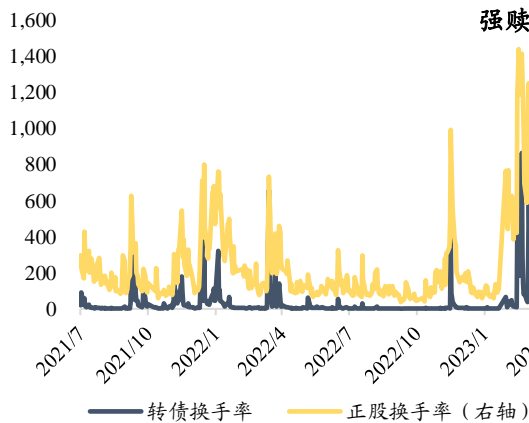
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 盘龙转债及正股成交额 (单位: 百万元)



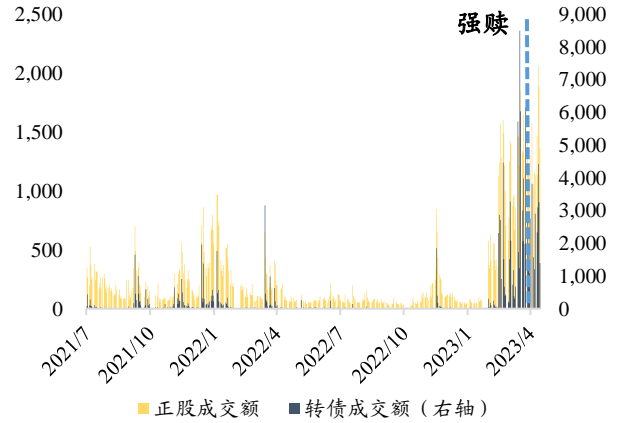
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 万兴转债及正股换手率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

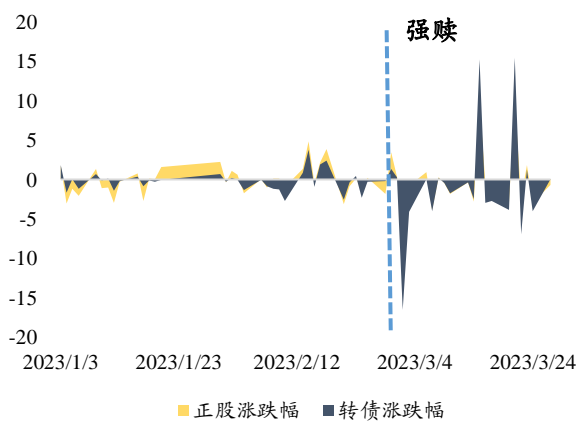
图10: 万兴转债及正股成交额 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

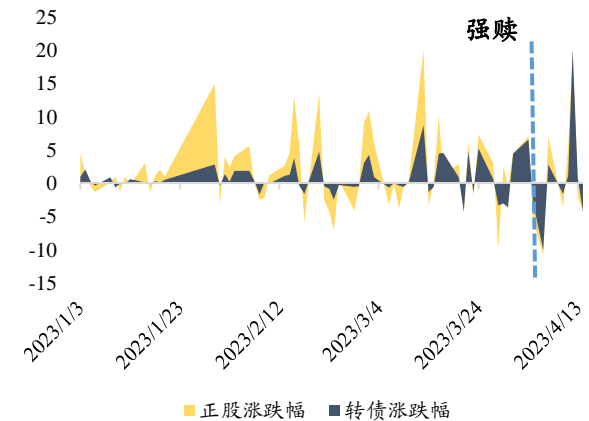
进一步分析赎回后转债及正股的市场表现。从涨跌幅角度观察，盘龙转债与万兴转债在公告赎回前，正股日涨跌幅基本高于转债，而赎回后转债的涨跌幅波动明显加强，多数高于正股表现。我们认为该现象主要出于四点原因：1) 强赎后，转债溢价侧的条款扰动消失；2) 转债“T+0”的交易规则较之正股流动性更强，存在流动性溢价；3) 投资者套利动机和难以买到正股时转而买入转债导致转债交易属性增强，存在交易性溢价。4) 正股交易热情蔓延到转债：盘龙转债赎回后正股一次 10CM 涨停、一次触及涨停，当日转债涨幅均超 15%；万兴转债 20CM 涨停一次，当日转债涨幅同为 20%。综上，赎回后转债当日涨幅存在超越正股的潜力。

图11: 盘龙转债及正股涨跌幅 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 万兴转债及正股涨跌幅 (单位: %)



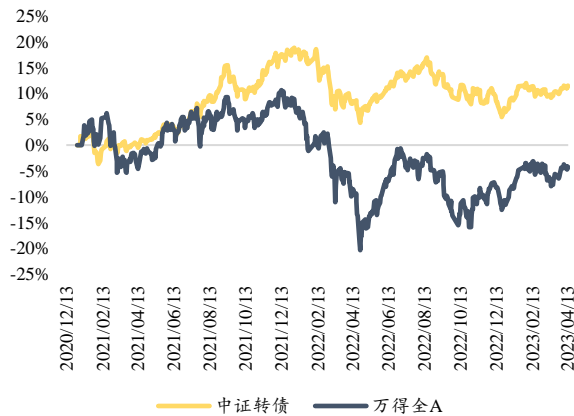
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

总结来说，结合盘龙、万兴转债的历史表现，我们认为转债赎回后，在正股价格延续上涨的背景下，由于投资者套利动机强烈，转债的交易属性显著增强，且由于流动性溢价和交易性溢价的存在，转债涨跌幅基本高于正股。转股溢价率将快速下行并趋近于 0，但是否会转负从而产生套利机会则仍需观察转债热度，若市场需求过高，也会出现如万兴转债溢价率回升的情况。

2. 周度市场回顾

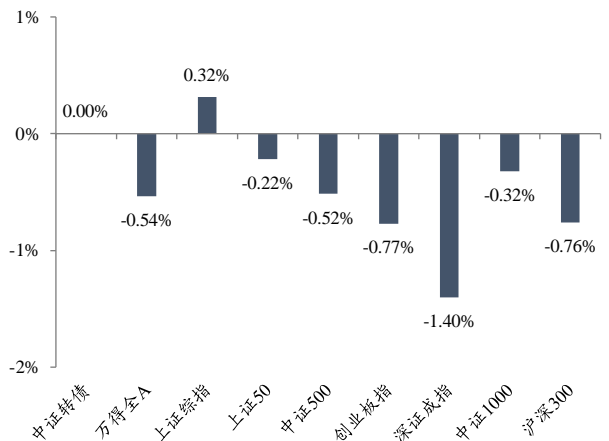
权益市场方面，本周（4月10日-4月14日）权益市场整体下跌：上证综指累计上涨0.32%，收报3338.15点；深证成指累计下跌1.40%，收报11800.09点；创业板指累计下跌0.77%，收报2428.09点；沪深300累计下跌0.76%，收报4092.00点。转债市场方面，转债市场维持平稳，收报410.50点。

图13：中证转债和万得全A涨跌情况对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：本周各指数涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

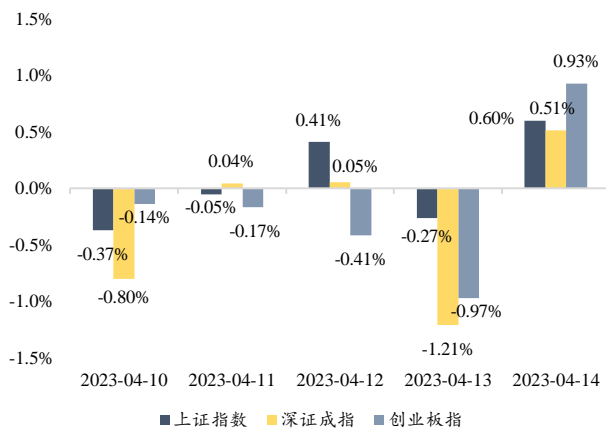
2.1. 权益市场整体下跌，多行业收跌

本周（4月10日-4月11日）权益市场整体下跌，多指数收跌；两市日均成交额较上周放量约2464.68亿元至11409.21亿元，周度环比回升27.56%，北上资金全周净流入47.56亿元。

具体来看，周一（4月10日）上证指数、深证成指、创业板指分别下跌0.37%、0.80%、0.14%；总体上个股跌多涨少，两市超3600只个股下跌。两市合计成交12255.83亿，较上个交易日放量1715亿。盘面上，酒店旅游、电力设备、工业母机、创新药等板块涨幅居前，ChatGPT、东数西算、网络安全、信创等板块跌幅居前。周二（4月11日）上证指数、深证成指、创业板指分别（上涨/下跌）-0.05%、0.04%、-0.17%；总体上个股跌多涨少，两市超2400只个股下跌。两市成交额10832亿，较上个交易日缩量1423亿。板块方面，传媒、数据要素、有色金属、国资云等板块涨幅居前，工业母机、饮料制造、机场、复合集流体等板块跌幅居前。北向资金全天净买入26.26亿元，其中沪股通净卖出5.27亿元，深股通净买入31.53亿元。周三（4月12日）上证指数、深证成指、创业板指分别（上涨/下跌）0.41%、0.05%、-0.41%；总体上个股涨多跌少，两市超3100只个股上涨。两市成交额11322亿，较上个交易日放量490亿，连续第七个交易日突破1万亿元。板块方面，手机游戏、传媒、智能音箱、国资云等板块涨幅居前，猪肉、食品加工、汽车整车、光热发电等板块跌幅居前。北向资金全天净卖出42.08亿元，其中沪股通净卖出25.37亿元，深股通净卖出16.71亿元。周四（4月13日）上证

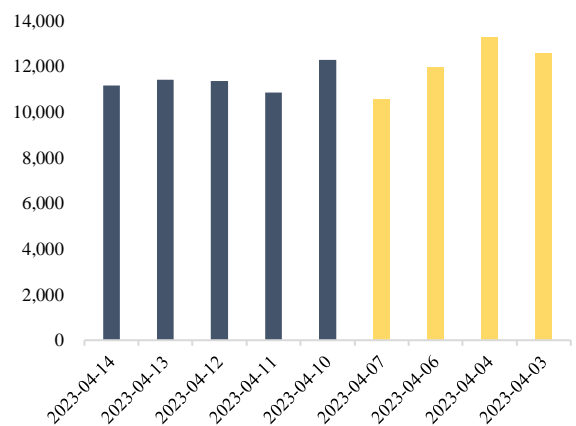
指数、深证成指、创业板指分别下跌 0.27%、1.21%、0.97%；总体上个股跌多涨少，两市超 2900 只个股下跌。两市合计成交 11368.49 亿，较上个交易日放量 47 亿，连续第 8 个交易日突破 1 万亿元。盘面上，旅游酒店、CRO、电商、教育等板块涨幅居前，CPO、半导体、智能音箱、6G 等板块跌幅居前。北向资金全天净卖出 0.86 亿元，其中沪股通净买入 20.64 亿元，深股通净卖出 21.51 亿元。**周五（4 月 14 日）**上证指数、深证成指、创业板指分别上涨 0.60%、0.51%、0.93%；总体上个股涨多跌少，两市超 2600 只个股上涨。两市成交额 11150 亿，较上个交易日缩量 219 亿。板块方面，半导体、贵金属、锂矿、汽车整车等板块涨幅居前，旅游、电商、传媒、手机游戏等板块跌幅居前。北向资金全天净买入 64.24 亿元，其中沪股通净买入 21.58 亿元，深股通净买入 42.66 亿元。

图15: 本周三大指数日涨跌幅 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

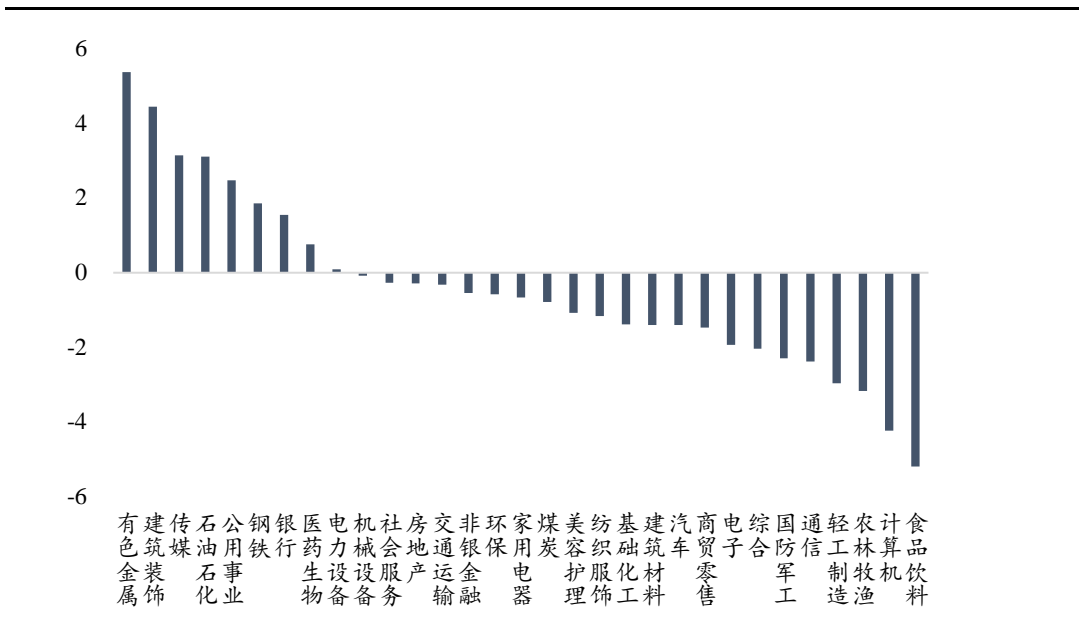
图16: 每日两市成交额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

行业方面，本周（4 月 10 日-4 月 14 日）31 申万一级行业中 9 个行业收涨，其中 5 个行业涨幅超 2%；有色金属、建筑装饰、传媒、石油石化、公用事业涨幅居前，分别上涨 5.38%、4.44%、3.14%、3.11%、2.48%；食品饮料、计算机、农林牧渔、轻工制造、通信跌幅居前，跌幅分别达-5.20%、-4.24%、-3.16%、-2.96%、-2.37%。

图17: 本周 A 股市场各行业涨跌幅 (单位: %)

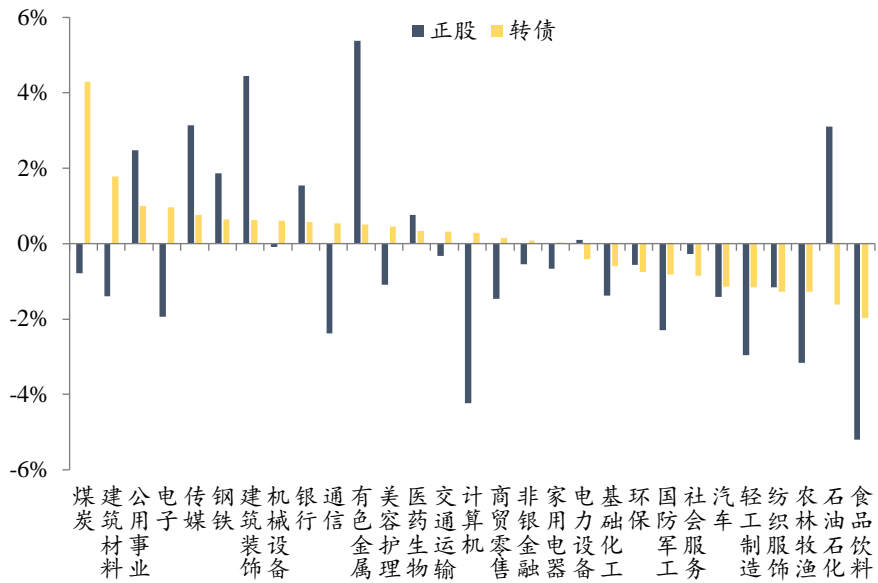


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 转债市场整体上涨，多行业收涨

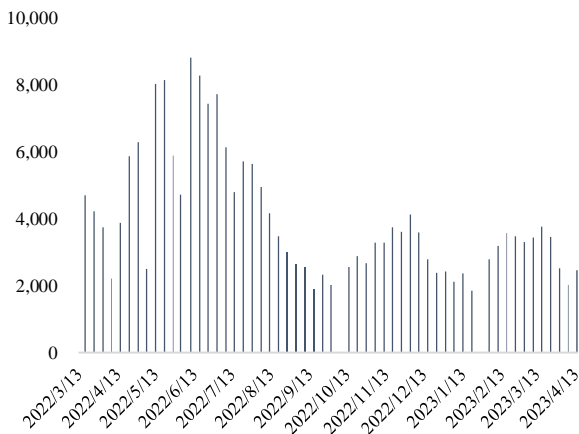
本周(4月10日-4月14日)中证转债指数维稳，29个申万一级行业中18个行业收涨，其中行业涨幅超过2%的行业共1个。煤炭、建筑材料、公用事业、电子、传媒涨幅居前，分别上涨4.29%、1.79%、1.00%、0.96%、0.76%；食品饮料、石油石化、农林牧渔、纺织服饰、轻工制造跌幅居前，分别下跌-1.98%、-1.61%、-1.29%、-1.27%、-1.16%。本周转债市场日均成交额大幅缩量11.28亿元，环比变化-2.24%；成交额前十转债分别为万兴转债、精测转债、中矿转债、天路转债、北方转债、城市转债、蓝盾转债、太极转债、晶瑞转债、丝路转债；周度前十转债成交额均值达77.39亿元，成交额首位达144.88亿元。从转债个券周度涨跌幅角度来看，约32.16%的个券上涨，约23.92%的个券涨幅在0-1%区间，8.25%的个券涨幅超2%。

图18: 本周正股和转债各行业涨跌幅 (单位: %)



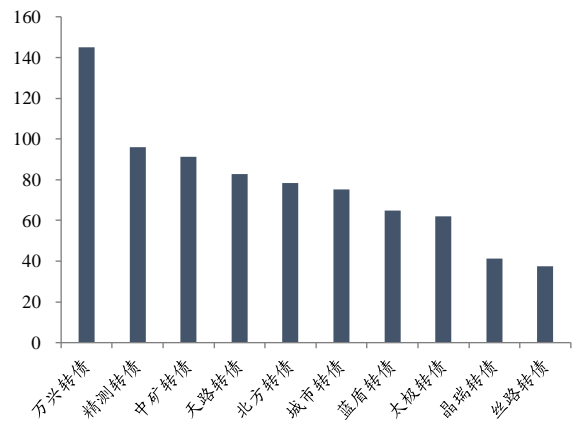
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 本周转债市场成交额 (单位: 亿元)



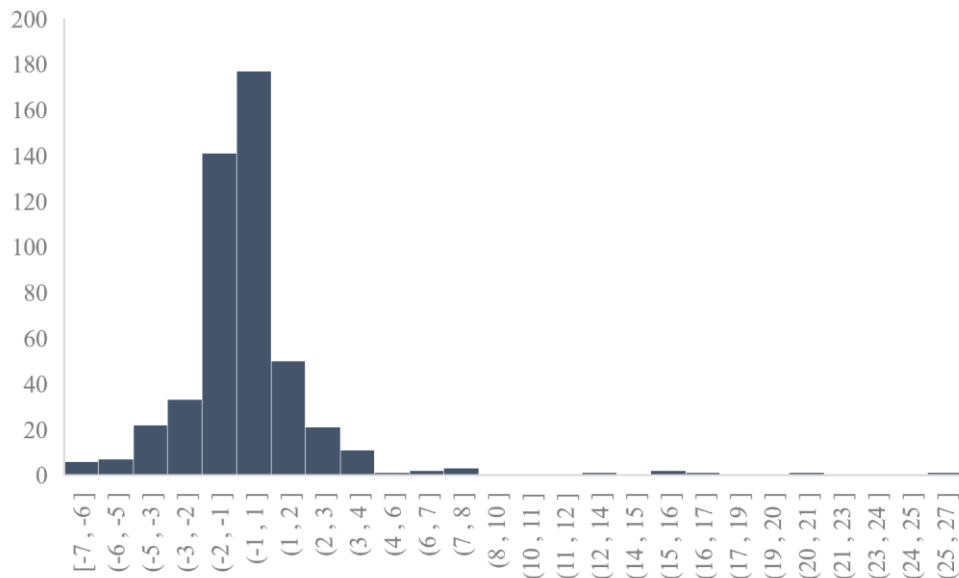
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 本周转债成交额前十名 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图21: 转债个券周度涨跌幅分布 (纵轴单位: 只; 横轴单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

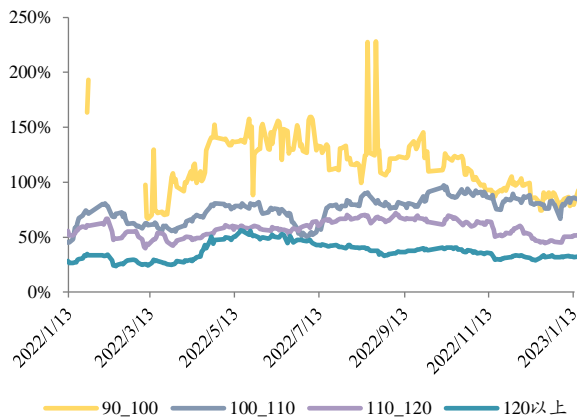
转股溢价率方面, 本周(4月10日-4月14日)全市场转股溢价率整体走窄, 本周日均转股溢价率达41.68%, 较上周下降0.3pct。分价格区间来看, 90-100元和110-120元区间溢价率走阔, 其余区间溢价率走窄。其中转债价格在90-100元区间的转债日均溢价率走阔幅度最大, 达1.78pct; 分平价区间来看, 除90-100元和100-110元平价区间溢价率有所收窄, 其余转债平价区间的转股溢价率均走阔, 其中110-120元平价区间走阔幅度最大, 达0.68pct。

图22: 转股溢价率走势 (剔除炒作券) (单位: %)



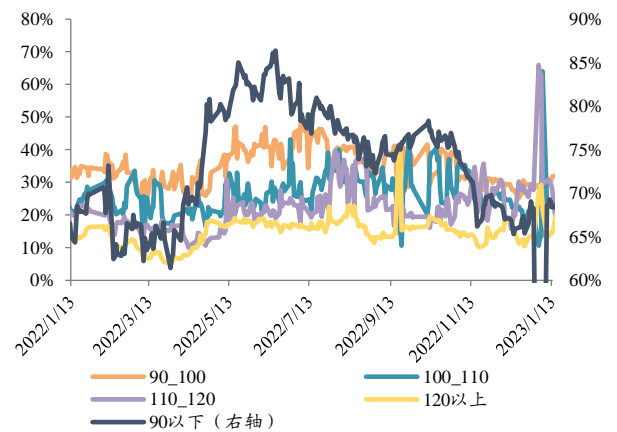
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 转股溢价率 (剔除炒作券, 分价格) (单位: %)



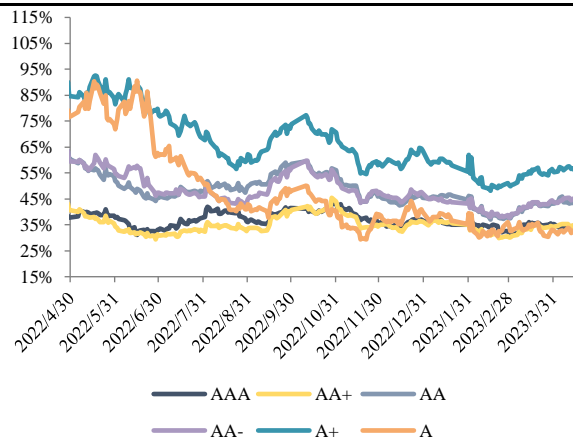
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 转股溢价率 (剔除炒作券, 分平价) (单位: %)



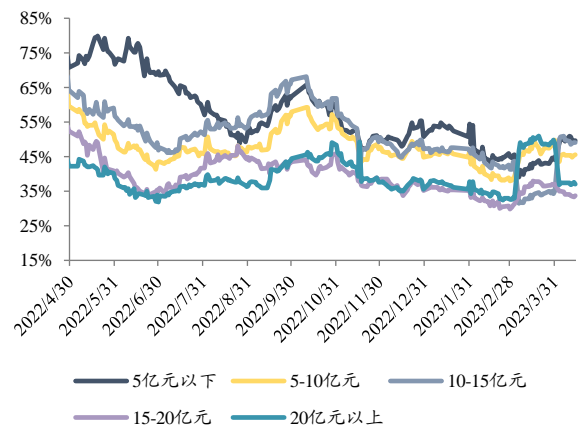
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 转股溢价率 (剔除炒作券, 分评级) (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

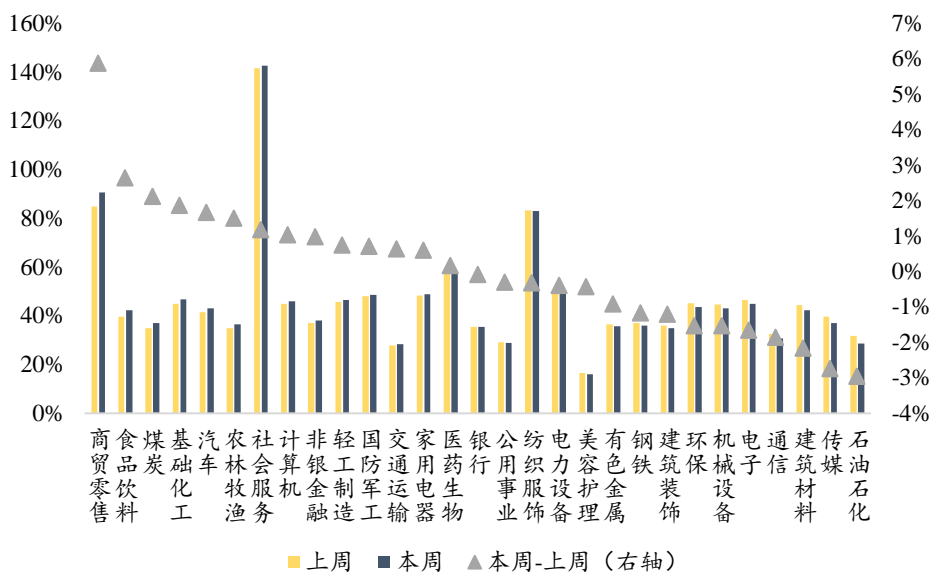
图26: 转股溢价率 (剔除炒作券, 分规模) (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从各行业溢价率变化来看, 本周 14 个行业转股溢价率走阔, 其中 3 个行业走阔幅度超 2pct; 商贸零售、食品饮料、煤炭、基础化工、汽车等行业走阔幅度居前, 分别达 5.88pct、2.64pct、2.12pct、1.87pct、1.67pct; 石油石化、传媒、建筑材料、通信、电子等行业走窄幅度居前, 分别达-2.97pct、-2.74pct、-2.17pct、-1.85pct、-1.66pct。

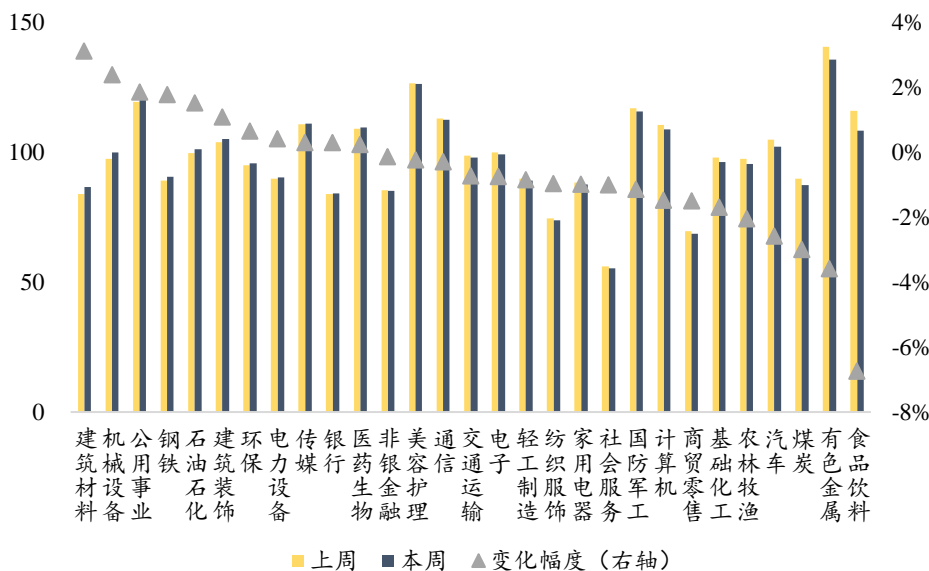
图27: 本周转债各行业日均转股溢价率 (单位: %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

转股平价方面, 本周 11 个行业平价有所走高, 其中 2 个行业走阔幅度超 2%; 建筑材料、机械设备、公用事业、钢铁、石油石化等行业走阔幅度居前, 分别达 3.11%、2.38%、1.87%、1.79%、1.53%; 食品饮料、有色金属、煤炭、汽车、农林牧渔等行业走窄幅度居前, 分别达-6.74%、-3.59%、-2.99%、-2.57%、-2.05%。

图28: 本周转债各行业日均转股平价 (单位: 元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 股债市场情绪对比

本周（4月10日-4月14日）转债、正股市场周度加权平均涨跌幅为正、中位数为负，且相对于转债，正股周度涨幅更大。从成交额来看，本周转债市场成交额环比上升22.20%，并位于2022年以来17.40%的分位数水平；对应正股市场成交额环比增加18.36%，位于2022年以来80.90%的分位数水平；正股、转债成交额均大幅放量，相对于正股，转债成交额涨幅更大。从股债涨跌数量占比来看，本周约31.06%的转债收涨，约37.88%的正股收涨；约51.26%的转债涨跌幅高于正股；相对于正股，转债个券能够实现的收益更高。综上所述，本周转债市场的交易情绪更优。

具体到交易日：**周一（4月10日）**转债、正股的涨跌幅加权平均值、中位值均为负值，且转债跌幅更小；转债成交额环比上涨3.13%，正股成交额环比上涨21.64%，分别位于2022年以来9.10%、89.50%的分位数水平；转债、正股总体跌多涨少，约25.76%、29.55%的转债、正股上涨，约66.41%的转债涨跌幅高于正股；总体上看，周一正股市场交易情绪更佳。**周二（4月11日）**转债的涨跌幅加权平均值、中位值为负，正股的涨跌幅加权平均值为正、中位值为负，且转债跌幅更小；转债成交额环比下跌8.27%，正股成交额环比下跌13.75%，分别位于2022年以来2.90%、66.60%的分位数水平；转债、正股总体跌多涨少，约27.27%、43.18%的转债、正股上涨，约56.06%的正股涨跌幅高于转债；总体上看，周二转债市场交易情绪更佳。**周三（4月12日）**转债、正股的涨跌幅加权平均值、中位值均为正值，且正股涨幅更大；转债成交额环比上涨10.29%，正股成交额环比上涨6.30%，分别位于2022年以来11.00%、74.50%的分位数水平；转债、正股总体涨多跌少，约52.53%、57.83%的转债、正股上涨，约56.31%的正股涨跌幅高于转债；总体上看，周三正股市场交易情绪更佳。**周四（4月13日）**转债、正股的涨跌幅加权平均值、中位值均为负值，且转债跌幅更小；转债成交额环比上涨6.41%，正股成交额环比下跌4.90%，分别位于2022年以来14.90%、68.50%的分位数水平；转债、正股总体跌多涨少，约28.03%、35.10%的转债、正股上涨，约53.54%的转债涨跌幅高于正股；总体上看，周四转债市场交易情绪更佳。**周五（4月14日）**转债、正股的涨跌幅加权平均值、中位值均为正值，且正股涨幅更大；转债成交额环比上涨22.86%，正股成交额环比上涨7.34%，分别位于2022年以来34.60%、77.60%的分位数水平；转债、正股总体涨多跌少，约73.48%、60.35%的转债、正股上涨，约50.00%的正股涨跌幅高于转债；总体上看，周五转债市场交易情绪更佳。

表1: 本周转债及正股市场交易情况

涨跌幅	2023-04-10	2023-04-11	2023-04-12	2023-04-13	2023-04-14	周度
加权平均值 (%)						
转债	-0.20	-0.27	0.23	-0.24	0.51	0.03
正股	-0.36	0.05	0.42	-0.31	0.62	0.41
中位值 (%)						
转债	-0.37	-0.34	0.04	-0.32	0.30	-0.60
正股	-1.12	-0.35	0.34	-0.76	0.26	-0.98
最大值 (%)						
转债	8.10	6.15	20.00	20.00	12.37	25.64
正股	10.01	10.10	20.00	20.00	15.84	49.76
最小值 (%)						
转债	-9.43	-6.06	-19.69	-5.17	-5.81	-24.38
正股	-9.78	-8.98	-5.81	-7.75	-5.57	-14.54
股债成交额	2023-04-10	2023-04-11	2023-04-12	2023-04-13	2023-04-14	
转债成交额 (亿元)	461.61	423.43	467.02	496.95	610.58	2459.59
环比	3.13%	-8.27%	10.29%	6.43%	22.86%	22.20%
2022年以来分位数	9.10%	2.90%	11.00%	14.90%	34.60%	17.40%
正股成交额 (亿元)	1147.72	989.85	1052.23	1000.66	1074.13	5264.59
环比	21.64%	-13.75%	6.30%	-4.90%	7.34%	18.36%
2022年以来分位数	89.50%	66.60%	74.50%	68.50%	77.60%	80.90%
股债涨跌数量占比	2023-04-10	2023-04-11	2023-04-12	2023-04-13	2023-04-14	周度
转债上涨占比	25.76%	27.27%	52.53%	28.03%	73.48%	31.06%
[0, 3%)	23.99%	26.77%	49.49%	26.52%	68.94%	25.25%
[3%, N)	1.77%	0.51%	3.03%	1.52%	4.55%	5.81%
正股上涨占比	29.55%	43.18%	57.83%	35.10%	60.35%	37.88%
[0, 3%)	21.21%	37.63%	46.72%	29.80%	48.74%	19.95%
[3%, N)	8.33%	5.56%	11.11%	5.30%	11.62%	17.93%
转债下跌占比	74.24%	72.73%	47.47%	71.97%	26.52%	68.94%
(-3%, 0)	69.70%	71.46%	46.72%	69.19%	25.00%	58.33%
(-N, -3%]	4.55%	1.26%	0.76%	2.78%	1.52%	10.61%
正股下跌占比	70.45%	56.82%	42.17%	64.90%	39.65%	62.12%
(-3%, 0)	53.28%	53.28%	38.38%	53.03%	37.88%	34.60%
(-N, -3%]	17.17%	3.54%	3.79%	11.87%	1.77%	27.53%
股债涨跌数量占比	2023-04-10	2023-04-11	2023-04-12	2023-04-13	2023-04-14	周度
债+/股+	19.70%	19.44%	42.68%	19.44%	54.04%	25.00%
债-/股+	9.85%	23.74%	15.15%	15.66%	6.31%	12.88%
债+/股-	6.06%	7.83%	9.85%	8.59%	19.44%	6.06%
债-/股-	64.39%	48.99%	32.32%	56.31%	20.20%	56.06%
转债>=正股	66.41%	43.94%	43.69%	53.54%	50.00%	51.26%
转债<正股	33.59%	56.06%	56.31%	46.46%	50.00%	48.74%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理 注: 转债加权平均涨跌幅以债券余额作为权重, 正股加权平均涨跌幅以自由流通股本作为权重

3. 后市观点及投资策略

2023年以来, 全市场溢价率和中证转债与小盘成长指数的相关系数在所统计指数中排名第1, 指向转债市场变化风格偏小盘、成长风格。数字经济产业链持续火热, 但需要关注热门板块后续资金拥挤度是否明显变化。

我们仍建议从“双低弹性+题材布局+关注新券+年报业绩”角度入手，把握“题材低吸，主线布局”的市场机遇，一方面关注景气度下行板块，如地产基建、大消费、制造；另一方面围绕市场主线，挖掘存量“小票”和潜力新票。题材上建议关注：数字经济、中特估、消费属性稀缺性、半导体国产替代个券（材料+设备+芯片）。

展望后市：

本周公布的金融数据和出口数据超预期，但债券收益率却并未因好转的数据而出现上行。2023年3月新增人民币贷款38900亿元，同比多增7600亿元，新增社融53800亿元，同比多增7235亿元；3月出口（以美元计）同比增长14.8%，前值-1.3%。但如此强劲的数据却并未导致债券收益率的上行，究其原因，我们认为数据的可持续性和结构性变化带来的不确定性是两大因素。第一，居民中长贷回暖，但4月商品房成交面积出现回落，引发回暖是前期积压需求一次性释放的担忧。因此，在一季度的信贷“开门红”过后，金融数据能否持续高增存疑。第二，欧美需求下行，对东盟的出口高增成为新亮点，结构性变化带来机遇的同时，也存在转型的不确定性。2023年3月，美国和欧元区的制造业PMI分别为46.3%和47.3%，较上月下行1.4和1.2个百分点。作为我国重要出口目的地，欧美需求走弱带来的出口下行风险，由东盟填补。3月东盟占我国出口金额比例达17.87%，占比第一，拉动出口6.33个百分点。自2020年疫情以来，我国出口的波动增加，本月超预期数据能否延续，对东盟出口的崛起能否弥补海外需求下行的危机存在不确定性。综上，相较于利空数据，市场选择了通胀下行这一利多数据进行交易。

下周将公布一季度GDP和3月各项经济数据，若超预期，我们预计同样需要持续性加码来验证，在此之前利率难摆脱“低波动”格局。在低基数效应下，二季度经济数据有望继续超预期，届时建议对债市多一份谨慎。

新债组合推荐：冠盛转债、天23转债、睿创转债、精锻转债、精测转2。

3月十大金债组合推荐：东风转债、博22转债、寿22转债、拓斯转债、博杰转债、宏川转债、道通转债、小熊转债、盛虹转债、华友转债。

新债组合具体标的：

(1) **冠盛转债**，正股冠盛股份。主营产品包括传动轴、万向节、轮毂轴承、减震器、悬架等。**供给端的优点：**(1) 产品矩阵丰富；(2) 各产品的型号丰富，覆盖全球主要车型。**市场端潜力：**冠盛主要市场在国外，一方面，国内的汽车后市场存量市场“插一脚”是有可能的，带来一部分业务增量；另一方面，公司2022年在欧洲波兰设立了流通加工中心，同时积极培植本土化分销渠道，还有在北美建子公司等。2023年海运价格下降也是利好；目前来看，北美、欧洲市场的毛利率比较高，受地缘政治等宏观影响可控，包括进入北美免除关税清单等。**第二增长曲线：**募投OEM智慧工厂，对接整车厂如新能源新造车势力等，达产后总产量约300万支汽车传动轴。2021年OEM市场营业收入

占比仅约 2%，有望在未来成为第二增长曲线。

汽车“后市场”主要看汽车保有量，当前中国汽车保有量不断增加，车龄目前 5-6 年，未来有强大的后市场维修保养需求，欧洲各国则汽车保有量规模更大，平均车龄远高于中国，下游需求和公司产能能够配套。

(2) **天 23 转债**，正股天合光能。双碳目标、电力结构转型目标始终是驱动光伏发展的上层建筑，22Q4 硅料产能紧缺，供不应求、价格上涨，导致成本端上行挤占下游盈利空间，行业景气度回落；截至 23 年 3 月，多晶硅价格有下降趋势，其他辅材如光伏 EVA 价格有上涨趋势，指向行业景气度复苏，这对公司业绩来说是利好。**生产端**：具备拉晶、切片、电池、组件全环节生产能力。转债募投年产 35GW 直拉单晶项目，同时公司电池、组件产能也在不断释放；**销售端**：2019 年以来出货量都是全球 TOP3，产品覆盖全球 100 多个国家（地区），海外销售团队本土化；**业务布局**：公司同时还布局下游光伏电站销售、智慧电网系统等，多业务协同叠加规模效应，持续成长能力、发展空间都十分可观，**典型的强 α 转债**。

(3) **睿创转债**，正股睿创微纳，主营 MEMS 红外芯片、探测器、机芯模组、整机。
1) 研发驱动型。公司研发费用率超 20%，研发转化为现实营收。公司关键技术指标达到量产水平，目前公司已具备集成电路、MEMS 传感器、红外探测器、热成像机芯模组与红外热像仪整机产品的全面自主开发能力，产品矩阵丰富；2) 两类市场，特种装备和民用市场。前者基本为存量市场，后者为增量、价格敏感型市场。全球军民用红外市场规模广阔，其中民用红外市场规模增速较快；民用市场未来随主要非制冷红外产品价格摊降，市场需求将进一步扩大；3) 标品与非标共营，直销经销模式打开销售空间。

(4) **精锻转债**，正股精锻科技。汽车链新标的。1) 中高端汽车精密锻造齿轮市场龙头。公司主营汽车零部件，如变速器结合齿齿轮、差速器齿轮、差速器总成等，进入国际主流汽车厂（传统煤油车和新能源车）的供应体系，还包括为国际轴承企业如舍弗勒提供零部件（零部件厂商+整车厂商）。2) 产能。目前公司于 2022 年获得的整车制造商定点提名项目、意向项目所涉及订单量能够覆盖新增产能。目前差速器总成和电机轴批量供货，主减齿轮、中间轴齿轮预计 23Q4 形成产能，24 贡献营收；3) 布局新能源汽车配套领域（轻量化），主营产品包括锻造铝合金涡盘项目、锻造铝合金转向节和控制臂，前者即将批产，后者 23Q4 投产，24 年贡献收入；4) 订单量井喷。公司与全球著名电动车大客户的差速器总成项目已获得正式提名，同时也获得了日系知名品牌和国内知名技术公司新能源车差速器总成项目的提名，其他合资品牌和自主品牌也有差速器总成和差速器齿轮项目获得提名。

(5) **精测转 2**，正股精测电子。1) 原有平板显示领域业务稳健运行，属于 Apple、京东方、TCL 等龙头企业的供应商。覆盖 OLED、LCD 等显示器件的检测，多次募集资金投向此业务技术迭新和产能更新相关项目；2) 半导体量测突破技术封锁，放量指日可待。精测电子 2018 年开始布局半导体领域，覆盖半导体检测前道、后道，相关子公

司包括武汉精鸿、WINTEST 株式会社、上海精测。检测市场国产化替代空间广阔，精测电子有实现国产替代的技术基础；3) 新能源业务贡献新增长极，锂电池检测和生产设备下游需求旺盛。新能源汽车对锂电池等动力电池需求旺盛。其中，中段以叠片机为核心设备，后段则以化成分容系统为核心设备。精测转 2 募投“新能源智能装备生产项目”，生产对象包括切叠一体机、锂电池视觉检测系统、电芯装配线、激光膜切机等。

3 月十大金债组合具体标的：

表2：十大金债属性（截至 2023 年 4 月 14 日）

简称	代码	收盘价	转股溢价率	评级	发行规模 (亿元)	存量规模 (亿元)	流通市值 (亿元)	剩余年
小熊转债	127069.SZ	145	16.1135	AA-	5.36	5.36	7.77	5.32
宏川转债	128121.SZ	126.546	17.507	AA-	6.70	6.70	8.48	3.25
寿22转债	113660.SH	156.249	23.3153	AA-	3.98	3.98	6.22	5.59
盛虹转债	127030.SZ	132.61	38.2815	AA+	50.00	49.98	66.27	3.93
道通转债	118013.SH	126.528	46.2336	AA	12.80	12.80	16.19	5.23
东风转债	113030.SH	122.085	39.205	AA	2.95	2.95	3.60	2.69
博22转债	113650.SH	114.86	70.2288	AA-	8.00	8.00	9.19	5.21
华友转债	113641.SH	115.297	74.1347	AA+	76.00	75.99	87.61	4.86
博杰转债	127051.SZ	119.78	58.0288	AA-	5.26	5.26	6.30	4.59
拓斯转债	123101.SZ	118.8	93.0869	AA	6.70	6.70	7.96	3.90

数据来源：Wind，东吴证券研究所

(1) **东风转债**，正股东风股份。东风股份是行业内产业链最完整的包装印刷企业之一，多年来通过收购方式布局多个领域，形成多元业务协同、创新活力迸发的基本面。当前公司发展方向包括：(i) 传统业务。如烟标、纸品等。烟标业务在贡献主要营收、支撑公司转型的同时，其占比呈逐年下降趋势，正往中高端方向调整结构；(ii) 医药包装业务。其中，I 类药包材产业是发展重点，目前已形成 5 亿产值。公司已有相关领域子公司上海东峰、贵州千叶、重庆首键、常州华健、江苏福鑫；(iii) 新材料业务，含功能膜和锂电池隔膜。东风股份积极扩产锂电池隔膜，目前产线共 9 条（含 1 条试验线），现有产能约 5000 万 m²/月，娄底和盐城的二期基地建成后产能有望翻倍；同时公司还积极布局功能膜和医药高阻隔材料等新材料业务。同时，22 年 9 月 30 日，东风股份与赛泽基业私募基金共同出资成立“杭州斯涵”，成立后将积极寻找并投资于新能源、储能、新材料等高新技术行业领域内的优秀标的（股权投资），深化公司在相关领域的布局，持续培育公司发展新动能。

(2) **博 22 转债**，正股苏博特。苏博特为国内混凝土外加剂龙头企业。苏博特主营产品减水剂主要应用于地产和基建。2022 年在疫情扰动下，下游基建地产需求偏弱、物流运输失序，主营产品量价齐跌、公司业绩下行。下游需求端方面，基建相对乐观，2022 年公司的基建订单和客户数量均同比增长，其中订单出现同比两位数的增长。2022 年四季度信贷改善，狭义基建投资尤其是交通投资明显加速，2023 年基建实物需求有望迎来释放高峰，推动需求回升。叠加今年延误的基建实物量，预计明年基建业务量增速将达到 10%。当前基建热情开始复苏，水泥库存比下降、出货率上升，全国水泥市场价格开始回升。价格方面，随着下游需求缓慢恢复，库存下降，各地企业为改善盈利状况，积极推动价格恢复性上调；成本端方面，2023 年以来，原材料环氧乙烷和聚醚处于价格回

升阶段，更多是积极意义，即指向减水剂需求回升。

(3) **寿 22 转债**，正股寿仙谷。寿仙谷是一家专业从事灵芝、铁皮石斛、西红花等名贵中药材的品种选育、栽培、加工和销售的国家高新技术企业。寿仙谷不断完善“全产业链”经营模式，实现从区域性龙头企业到全国有机国药品牌企业的崛起。**销售模式方面**，公司坚持和深化“老字号、商超、医院”三位一体销售渠道，推行上海、江苏市场“一体化管理”；推进线上销售，在天猫和京东等线上平台建设自营团队；推广经销商合作，实施“腾飞计划”拓展全国代理商市场、建设省外平台；实施“现代医学与传统中药相结合”的学术营销模式，促进公司核心产品推广科技支撑。公司产品技术壁垒高，实施的区域战略是从浙江覆盖长三角，再走向全国。公司已建立市级经销商和省外平台经销商共约 30 个，目标是建立全国经销体系。近五年公司发展重心仍将集中于第三代去壁灵芝孢子粉的全国、甚至全世界的市场抢占上，树立世界灵芝领导品牌。

(4) **拓斯转债**，正股拓斯达。拓斯达发展动力围绕“3+2”方面，即 3 个产品（工业机器人、注塑机、数控机床）和 2 个项目（自动化、绿能）。公司亮点如下：**1) 注塑机持续打磨优化迎毛利抬升，赛道景气回归带动主机营收增加。2) 智能能源板块业务快速增长，海外增量客户拓宽发展空间。3) 国产替代：高端五轴机床输送长期发展动能。**

(i) 下游需求旺盛。五轴机床应用于航空航天、新能源汽车零部件加工、军工等领域。其中航空航天、军工行业追求供应链安全性，由此创造高端五轴机床国产化发展的温床；新能源汽车存在一体化压铸趋势，同时如转向节、副车架等产品结构不规则，要求应用五轴数控机床生产。目前进口设备专长的铝加工工艺不完全适配其加工需求，需要更具响应速度和性价比优势的本土供应商按需提供技改服务；(ii) 五轴数控机床国产化率低，国产替代空间广阔；(iii) 产能扩张，结构调整。加速国产替代进程。

(5) **博杰转债**，正股博杰股份。博杰股份产品主要应用于消费电子、汽车电子、医疗电子和工业电子等行业的电子产品性能测试及产品组装，具体亮点包括：**1) 新能源车电子业务培育第二增长曲线。**公司主要对车上的电子零部件做不同板级和最后成品的功能测试，从检测逻辑上看，该业务与公司原有检测手机的工艺高度相似，包括射频类、声学类、电性能类等等，是在原有能力基础上的技术迁移。目前，公司布局新能源汽车电子领域直接进入整线交付，订单的客单价都有上千万的级别，覆盖一级供应商及整车厂。在新能源汽车领域能承接 20 多个场景的订单；**2) 公司从非标品向标品转型，持续致力于长期成长。**公司因此在标准体上补充了很多团队，MLCC 团队于 2017 年引进，目前已经有三款设备，包括一款能够对标日韩国际龙头企业的六面体机。2022 年 MLCC 板块营收规模约 6000-7000 万元。同时，公司布局叠层机和测试机，初步覆盖超过 50% 价值量的 MLCC 核心制程设备。预计 2023 年 3 月叠层机进入二代机测试环节；2021 年中国 MLCC 市场规模约达 483.5 亿元。**3) 收购方式布局半导体领域，打开划片机国产替代空间。**(i) 2021 年，全球封装设备市场规模约 70 亿美元，划片机市场占比约 28%，规模约 19.6 亿美元；(ii) 日本 Disco、东京精密 ACCRETECH 垄断中国市场，国产化率仅有 5%；(iii) 划片机标准化率高；2022 年 9 月，博杰股份收购主营半导体划片机的陆

芯半导体公司，将布局划片机和激光技术。较日韩龙头企业，公司成本与报价均可达到龙头的 1/2，能够在保证毛利水平的基础上凸显价格优势。未来有望打开划片机国产替代空间。

(6) **宏川转债**，正股宏川智慧。不确定性的环境，确定性的业绩增长空间。具体体现在几方面：**1) 业务存在垄断特性**，沿岸的码头资源，极具稀缺性，不存在后起之秀一下子通过技术弯道超车的情况。根据《关于加强滨海湿地保护严格管控围填海的通知》(2018)、《长江保护修复攻坚战行动计划》(2018)、《中华人民共和国长江保护法》(2020)等文件，在化工仓储企业建设区位受限的同时，岸线资源增量亦被严格约束。2018-2021年以来沿海港口码头长度增速明显放缓。而宏川智慧掌握大量优良自建码头，如立沙岛基地的东莞三江码头、宏川仓储码头(2万吨级)，中山嘉信码头(5千吨级)，太仓阳鸿码头、长江石化码头(8万吨级)，南通阳鸿码头(8万吨级)，常州宏川码头(5万吨级)，南京龙翔码头(2万吨级)，常熟宏智码头(2万吨级)，福建港能码头(3万吨级)，潍坊森达美码头(3万吨级)等；**2) 业务存在区域规模效应**，这导致一旦占据龙头位置，其(平均)成本是伴随规模迅速下降的，而其他同业却由于规模小，而无法实现降本，宏川在华东自己推出的增值服务“通存通兑”，是这一优势的最新体现，未来还可能扩展到更大区域，扩展到更多品类，形成更大的护城河；**3) 在手的并购项目较多**。宏川智慧主营石化仓储业务，其业绩逻辑清晰，即储罐业务收入=罐容*出租率*租金。储罐建设周期长达6-7年，在行业紧供给的背景下，通过并购获得储罐是高效之策。目前宏川智慧有数个并购项目在手，以码头和储罐为主，待项目落地后罐容增加将有望转化成营收。

(7) **道通转债**，正股道通科技。道通科技是全球领先的汽车智能诊断、检测和TPMS(胎压监测系统)产品及服务综合方案提供商之一，公司亮点如下：**1) 新能源充电桩业务放量，第二增长曲线迎发展**。道通新能源充电桩优势：(i) 构建丰富产品矩阵，满足下游客群各种需求。道通新能源充电桩产品包括直流桩、交流桩、超充桩三种类型，基本实现全品类适配，并能够针对不同车型采取个性化充电策略；(ii) 产品快速通过多国认证，包括所有美标和欧标认证；(iii) 结合道通科技的智能诊断技术积淀；(iv) 经营战略定位清晰，交流桩和直流桩分别采取 toC、toB 模式；(v) 对比同等级 MID 友商产品，体积降低，整机成本降低；(vi) 运用智慧电池检测技术，能够提前预警；(vii) 入围欧洲多国补贴项目，如德国复兴银行 KFW439/440/441 补贴项目，奥地利联邦气候保护、环境、能源、交通、创新和技术部(BMK)的资助计划，意大利能源机构 GSE 推荐产品，法国 ADVENIR 家用充电设备财政项目推荐产品等。**2) 业绩承压不可持续，反转趋势较为确定**。**3) 汽车后市场规模广大，智能化成为趋势**。2022年，道通科技发布针对新能源汽车的诊断平板 MS909EV，支持全球主流品牌新能源车型的全面诊断功能，自主研发的 EVDiag Bo 可支持电池包离线检测，帮助维修技师在多种场景下完成对电池包故障的定位，提高检测效率。

(8) **小熊转债**，正股小熊电器。战略转型做品牌价值+智能家电复合国家政策方向+宏观周期恰逢消费复苏。公司亮点细述如下：**1) 毛利率有望提升**。2022年以来战略上

公司有一点调整，就是单品类降低 SKU，做一些功能上的整合、优化，所谓做“精品化”。其实就是把过去分开的只有一种功能的单品，整合成一个多功能的单品；但精品化的同时，大品类还在继续扩，包括破壁机、净水类、母婴类、小型洗衣机等，因此 SKU 整体数量未必大幅下降，再叠加积极布局母婴、个人护理等蓝海赛道，两者结合，意味着毛利的增加；**2) 销售渠道发力：**线上触达下游，海外喜迎增量。小熊电器广布局抖音、拼多多等、唯品会新兴电商平台，打造“短视频+直播+社群平台”生态；同时铺设海外销售渠道，挖掘下沉市场。线上、线下结合海外的立体销售渠道要求更高的销售费用率，如果毛利做不高，这些渠道很难做拓展。两者实际上是相辅相成的，是一个消费品品牌化的必经之路。从当前来看，消费需求回暖的过程中，新兴电商平台有望孵化增量；我们认为出口业务已经磨底并筑底，2023 年有望上行并贡献可观营收；**3) 成本端有望正贡献。**小熊电器原材料占主营成本的 70%-80%，并且是提前三个月下订单，不做套期。如果今年成本端抬升，仍然会对业绩产生拖累，但幅度可控，会比 2021 年乐观。相较之下，成本端有望正贡献。

(9) **盛虹转债**，正股东方盛虹。东方盛虹循“1+N”发展格局，以 1 个核心平台为中心，发展新能源、新材料、电子、化学、生物技术等多元产业链条。公司亮点如下：**1) 周期修复，困境反转：**2022 年受俄乌冲突与新冠疫情冲击，上游原油价格上涨、下游需求和产品价格萎靡，两头承压使得公司 2022 年业绩下滑。展望 2023 年，行业周期有望修复，预计东方盛虹能够实现困境反转。2022Q4 以来，光伏级多晶硅价格已高位回落，随着多晶硅产能释放，硅料价格进一步松动下行，下游光伏行业有望迎来高景气；同时，公司其余产品如丙烯腈价格触底反弹，2023 年 1 月月均价格已回升至 9844.44 元/吨；**2) 第二增长曲线：**2022 年底，东方盛虹 1600 万吨炼化一体化项目全面投产，为下游新能源新材料提供成本低、品类丰富的原材料。东方盛虹已在光伏材料、聚醚、锂电材料、可降解塑料四个领域布局多个产品，包括光伏级 EVA 等。项目投产后有望形成公司第二增长曲线，帮助打通产业链；**3) 百万吨产能迸发，业绩天花板抬高。**公司规划布局的三个板块：(i) 百万吨 EVA；(ii) 百万吨丙烯腈；(iii) 百万吨可降解塑料。三大百万吨产能板块将拓宽公司发展空间，提高业绩上限，有望在行业景气度上升时迸发活力。

(10) **华友转债**，正股华友钴业。寒意从特斯拉到宁德时代，全产业链降价压力下，一体化的华友抗击打能力更强。公司亮点如下：**1) 镍资源规划产能最多，2023 年放量，在三元电池高镍化路径确定的情况下，产能有望以转化为营收为主。**华友钴业镍产品循“上游把控资源——中游自主加工——下游自供前驱体”的一体化模式发展。2018 年，华友布局印尼镍矿产资源，通过与青山、淡水河谷合作合资掌握先发优势。目前华友在建/规划项目共 7 个，产能合计达到 64.5 万吨。除华科项目是火法外（为加速实现前驱体镍金属自供），其余项目均为湿法；**2) 前驱体、正极材料产能逐渐放量，未来毛利有望抬升。**公司前驱体已经满产，目前已达产的项目有 10.5 万吨，预计于 23 年年中形成 32.5 万吨产能（含合资产能 7 万吨）；正极材料方面，目前已投产项目产能达 15.5 万吨，广

西巴莫 5 万吨产能项目预计 23H1 建成。2021 年，三元前驱体、正极材料毛利率分别为 15%、12%，待钴等金属材料自供后，前驱体、正极材料毛利率有望大幅抬升。3) **在各环节产能逐步释放的过程中，自供比例提高，一体化抗击打的真正能力逐渐形成。**形成的时点正巧在 2023 年，因此在当前阶段力荐华友钴业尤为合意。前期几个象征性催化事件：特斯拉降价、宁德时代推出“锂矿返利”计划，这意味着全产业链，从整车向电池再到更上游的降本压力较大；在这个大背景下，可以预想对于正极材料、前驱体、上游钴、镍、铜、锂矿企业来说，都存在出货价格下降的压力，谁能坚持到最后呢？一定是（平均）成本最低的公司，如何做到（平均）成本最低呢？华友钴业基本都做到了，一个是控制上游供给相对刚性的矿，另一个是通过一体化，将中间商赚的差价内部化，成为可以降本的空间。因此，在这个风雨飘摇的、下游需求不定的宏观环境下，华友抗击打能力强的特点，会让他成为相比同业更抗风险。

近期关注题材转债推荐：晶瑞转 2、立昂转债、赛轮转债、永 22 转债、风语转债、华兴转债、莱克转债、精测转 2、奥飞转债、花园转债、博杰转债

具体标的：

(1) **晶瑞转 2**，正股晶瑞电材。公司通过光刻胶及配套辅助材料、湿电子化学品、锂电池材料“三极”发力构筑增长曲线。公司不断扩产，成长性较为清晰。晶瑞电材在建项目含集成电路制造用高端光刻胶研发项目、年产 1200 吨集成电路关键电子材料项目、配套光刻胶测试线技改项目、眉山新建年产 8.7 万吨光电显示半导体用新材料项目等；同时于 2023 年 3 月申报定增，拟投建电子级 NMP 及相关配套电子材料建设项目，产能持续扩张将惠及半导体、面板、锂电主营业务。晶瑞转 2 属于低价债，由于其正股具有强成长性，所处半导体材料赛道（光刻胶及配套材料+G5 纯度高纯试剂）国产替代空间广阔，未来景气向上的确定性较强，未来随正股股价回暖、平价同步上升，转股溢价率将被动压缩，晶瑞转 2 有望重拾弹性。

(2) **立昂转债**，正股立昂微。立昂微是具备 12 英寸半导体硅片生产能力、构筑了“半导体硅片+功率半导体+射频芯片”三极增长点的行业领先企业。半导体硅片方面，立昂微有望实现“全尺寸+规模效应”优势。一方面，立昂微针对原有产能项目进行技改；另一方面，通过“并购+募投”铸造规模优势。此外，立昂微目前拥有两个 12 英寸硅片基地，“年产 180 万片集成电路用 12 英寸硅片”项目也于 2022 年开始产能爬坡。本次转债募投项目为“年产 180 万片 12 英寸半导体硅外延片项目”和“年产 600 万片 6 英寸集成电路用硅抛光片项目”，未来或可培植 6-12 英寸全尺寸硅片业务形成规模效应；叠加功率半导体和射频芯片业务，立昂微具有良好的中期成长性，成长价值或将随时间兑现。立昂转债短期内条款博弈因素扰动较小，结合“大流通盘+低溢价率+股价低位+次新标的”的标签，具有较高的配置价值。由于其涨跌逻辑主要来源于正股，转债的右侧交易机会跟随正股，需要关注立昂微产能进度择机配置。

(3) **赛轮转债**，正股赛轮轮胎。赛轮轮胎是国内轮胎行业龙头，产品布局较为完善，主要产品为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械和特种车辆等领域。2023年2月16日，赛轮集团发布“液体黄金”乘用车轮胎新品，综合性能突出，预计将助力公司品牌影响力进一步推广。赛轮转债募投资金用于投资建设：1) 越南年产300万条半钢胎+100万条全钢胎+5万吨非公路轮胎；2) 柬埔寨年产900万条半钢胎。两者分别共计拟投资30.11亿元、22.90亿元。当前公司越南三期项目、柬埔寨工厂均已实现投产。此外，2022年6月公司披露青岛董家口新轮胎项目规划，共包含2000万套半钢胎+1000万套全钢胎+15万吨非公路轮胎产能。**赛轮轮胎产品毛利率位居行业前列，未来公司在柬埔寨和越南等具备成本优势的生产基地产能将持续释放**，叠加整体行业底部向上，预计公司的盈利能力有望同步向好。

(4) **永22转债**，正股永冠新材。公司作为**胶带行业龙头**，现已发展成为国内为数不多的具备丰富产品种类、全产业链供应能力的综合性胶带企业，并获得包括3M、日东电工、Tesa等国际知名客户的信赖。公司产品品类齐全，共涉及61种品类，46000余款胶带，广泛应用于民用、工业用、医用等领域。经过多年的技术沉淀和客户积累，公司产品目前包含布基、纸基、膜基三大品类，销售市场覆盖110多个国家和地区。公司近几年通过IPO募资项目及两次可转债项目不断增加膜基产品和纸基产品产能。膜基产品方面，公司通过IPO项目扩产7380万吨PVC胶带，通过一期可转债扩产11万吨OPP胶带；纸基产品方面，公司通过IPO项目扩产7000万平方米纸基胶带，目前已全部达产；同时，公司利用部分自有资金及可转债项目资金打造4条德国BOPP布鲁克纳产线并新增一条美纹纸产线，预计2023年将全部达产，带动公司销量业绩有效提升。

(5) **风语转债**，正股风语筑。公司是中国数字展示行业的龙头企业，致力于成为国内领先的数字化体验服务商，主营业务为城市数字化体验空间、文化及品牌数字化体验空间的一体化打造，以及数字化产品与服务。**公司持续推进多元化战略，依托强大的创意、设计和内容制作能力，结合长年积累的CG特效、人机交互、裸眼3D、全息影像、5G云XR、AI人工智能、大数据可视化等关键技术手段**，公司的产品及系统广泛应用于政务服务、城市文化体验、数字展示、文化旅游、广电MCN、新零售体验及数字艺术消费等众多领域。公司数字化体验空间业务围绕“文化+科技”核心理念，以创意设计为先导、以科技为依托、以跨界总包为手段，为各类场馆及空间提供全方面的解决方案。数字化产品及服务则主要通过全息影像、裸眼3D、CGI特效等技术手段，AR/VR/MR、4K/8K超高清视频等媒介形式，为客户和消费者提供商业展览、数字艺术消费品及各类数字视觉服务。

(6) **华兴转债**，正股华兴源创。华兴源创是行业领先的工业自动化测试设备与整线系统解决方案提供商。公司平板检测业务持续保持领先，半导体检测业务包括测试机、分选机、AOI缺陷检测设备在内的多个标准设备的陆续进入量产，以及以欧立通并购为契机的智能穿戴组装和检测业务的顺利切入，新能源车检测业务进入特斯拉以及国内多

家造车新势力新能源汽车企业，逐步形成支撑公司可持续增长四大业务板块。半导体检测方面，**公司是全球为数不多的可以同时自主研发 ATE 架构 SOC 测试机和 PXIE 架构射频和系统模块测试机的企业**，自主研发的第二代 SOC 测试机 T7600 系列的技术参数已经达到行业内公认的中档 SOC 测试机的参数水平并已在指纹、图像传感、MCU、TOF 等芯片测试上实现量产，自主研发的 PXIE 架构测试机不仅在 SIP 芯片系统级封装领域具有很强的竞争力，并同时具备较高的性价比优势。**新能源汽车相关业务近年快速增长，成为公司发展的新增长点。**公司为新能源汽车的头部客户开发了车载电脑测试机、车身控制器测试平台和各类电子产品模块烧录和通讯测试相关设备等，同时在 ADAS 传感器领域积极布局，开发了针对激光雷达、高压继电器、加速度传感器、摄像头模块、导航模块的生产测试相关设备，伴随国内新能源汽车产业发展，公司业绩有望持续增长。

(7) **莱克转债**，正股莱克电气。莱克电气从事高端家居清洁健康电器的设计、研发、制造和销售业务，专注于微特电机及以微特电机为核心部件的家用电器的技术研究。公司存在两大亮点：**1) 品牌和渠道布局具有多元化及匹配性。**高端线包括莱克、碧云泉和西曼蒂克，以线下网点布局为主，低端线包括吉米和莱小厨，主要以线上渠道营销。**2) 公司在加快自主品牌体系构建的同时，积极开拓新能源汽车零部件的第二增长曲线。**一方面，公司原有的家电零部件业务与新能源汽车零部件业务结合，将发挥协同优势，另一方面，公司通过收购帕捷开拓下游客户资源，并通过发行莱克转债募集资金，用于年产 8,000 万件新能源汽车、5G 通信设备和工业自动化产业配套的关键零部件新建项目，一期已于 2022 年 9 月底完成调试，预计今年将大量生产。莱克转债为“股债平衡性”标的，转换价值自上市以来在下修线附近徘徊，预计其即使触及下修条件亦不会轻易下修，原因在于其上市时间较短以及公司财务压力较小。

(8) **精测转 2**，正股精测电子。精测电子是国内平面显示信号测试领域的龙头企业，在平板显示测试领域处于绝对领先地位。**公司具备完备的产品谱系，业务覆盖平板显示检测、半导体检测及新能源设备领域。**平板显示检测领域，公司自设立以来深耕平板显示检测系统领域，形成了“光、机、电、算、软”一体化的整体解决方案服务能力，成为行业内少数几家能够提供平板显示三大制程检测系统的企业，同时紧跟行业发展趋势，产品覆盖传统及新型显示技术；另外公司技术能力不断提升，产品能力从模组端向要求更高的阵列/成盒端升级，并已取得积极进展。半导体检测领域，公司以上海精测和武汉精鸿两大子公司为载体，已实现前道/后道检测全领域布局，在半导体前道检测方面成就显著，研发的膜厚/OCD 量测设备、电子束量测设备基本填补了国内空白，产品已进入广州粤芯、长江存储、中芯国际等知名半导体厂商，业务成长通道已经打开，未来发展可期。新能源锂电池设备领域，公司聚焦中后段设备，已顺利进入核心锂电客户供应链体系，成为中创新航等下游知名厂商的优选合作商，预计该业务将成为公司业绩增长的新动能。

(9) **奥飞转债**，正股奥飞数据。奥飞数据是国内领先的互联网云计算与大数据基础服务综合解决方案提供商，是华南地区较有影响力的专业 IDC 服务商，主要为客户提

供机柜租用、带宽租用等 IDC 基础服务及内容分发网络（CDN）、数据同步、网络安全等增值服务。公司有两大亮点：**1）具有一定规模优势，在建产能及项目充裕。**截至 2022 年 6 月末，公司在北京、广州、深圳、海口、南宁、廊坊拥有 12 个自建自营数据中心，可用机柜约为 2.20 万个，同时还有多个数据中心项目正在扩容和建设中。**2）紧抓海外市场资源布局，成效显著。**奥飞数据全资子公司奥飞国际具备丰富的数据中心运维经验、客户服务能力，和 AAET 国际海缆资源及全球节点布局等优势。2022 年 12 月，首届中国-阿拉伯峰会在沙特阿拉伯召开，奥飞国际受沙特阿拉伯投资部邀请，与沙特知名企业阿吉兰兄弟集团、白山云科技就共同合作在沙特阿拉伯首都利雅得投资新建数据中心和本地云计算平台项目合作事项签署合作协议。中东市场是奥飞数据国际业务的重要拼图，与阿吉兰集团和白山云战略合作，三方将在资本、技术、市场和运营等方面实现优势互补，公司将得到一个自持自营、稳定的核心节点和业务枢纽，辐射周边国家地区，建立独特的资源优势。

（10）花园转债，正股花园生物。公司为全球领先的维生素 D3 生产商，以维生素 D3 为核心向上下游拓展，致力于打造完整的维生素 D3 上下游产业链，同时向医药领域纵向延伸，拓宽公司的业务范围，进一步巩固公司的核心竞争力。具体亮点包括：**1）上下游产业链覆盖，一体化凸显优势。**公司坚持“打造完整的 VD3 上下游产业链”的发展战略，经过不断的技术研发和市场拓展，已经成长为全球 VD3 行业产销量位居前列的生产商，具备在 VD3 领域的核心竞争优势。**2）生产工艺领先，技术壁垒明显。**公司的核心技术主要有维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺。三个核心技术均具有生产成本低、消耗少、收率高、周期短、投资回报率高、适合大规模生产以及对环境影响较小等优点，具有国际领先或国内领先水平。此外，公司始终注重自我研发能力的培养，不断投入资金构建自身的研发平台，为未来业务的持续发展做了充足的技术储备。

（11）博杰转债，正股博杰股份。博杰股份产品主要应用于消费电子、汽车电子、医疗电子和工业电子等行业的电子产品性能测试及产品组装，具体亮点包括：**1）新能源车电子业务培育第二增长曲线。**公司主要对车上的电子零部件做不同板级和最后成品的功能测试，从检测逻辑上看，该业务与公司原有检测手机的工艺高度相似，包括射频类、声学类、电性能类等等，是在原有能力基础上的技术迁移。目前，公司布局新能源汽车电子领域直接进入整线交付，订单的客单价都有上千万的级别，覆盖一级供应商及整车厂。在新能源汽车领域能承接 20 多个场景的订单；**2）公司从非标品向标品转型，持续致力于长期成长。**公司因此在标准体上补充了很多团队，MLCC 团队于 2017 年引进，目前已经有三款设备，包括一款能够对标日韩国际龙头企业的六面体机。同时，公司布局叠层机和测试机，初步覆盖超过 50%价值量的 MLCC 核心制程设备。预计 2023 年 3 月叠层机进入二代机测试环节。**3）收购方式布局半导体领域，打开划片机国产替代空间。**2022 年 9 月，博杰股份收购主营半导体划片机的陆芯半导体公司，将布局划片机和激光技术。较日韩龙头企业，公司成本与报价均可达到龙头的 1/2，能够在保证毛利水

平的基础上凸显价格优势。未来有望打开划片机国产替代空间。

4. 风险提示

(1) 流动性收紧；(2) 权益市场大幅调整；(3) 地缘政治危机影响；(4) 行业政策调控超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>