

可转债发行现状及北交所市场发展潜力分析

2024年06月14日

主要内容:

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

史晓姝

shixsh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

本文通过分析可转债发行现状,结合北交所定位,分析北交所可转债市场空间。

可转债产品体系:目前可转债发行主体包括主板上市公司、科创板和创业板上市公司、北交所上市公司、非上市公司等。市场以主板、科创板、创业板上市公司公开发行可转债为主,北交所当前仅可以非公开发行可转债。

可转债发行与退出: (1) **发行特征。**2019年-2022年,每年可转债的发行规模均在2,000亿元以上。2023年,受多重因素影响,可转债一级发行减少。2024年1-5月仅发行11只,净融资大幅下降,由正转负。具体看,目前,可转债发行以不特定发行方式为主;发行主体集中在沪深主板市场,2020年以来创业板企业数量明显增加,2022年科创板企业增加,新三板发行规模较小;2022年以来,单只发行规模呈下降趋势,尤其是新三板市场;主板可转债发行人主体级别主要分布在AA及以下。科创板和创业板可转债发行人主体主要分布在AA-和A+级。2022年以来,高级别债券数量明显下降;可转债发行人集中在非国有企业,且民营企业债券占比成长增长趋势。(2) **退出方式。**可转债常见的退出方式有到期兑付、全额赎回、全额回售、全额转股。2024年1-5月,到期退市的有11只,提前赎回退出的转债有16只,到期赎回数量和占比在上升,提前赎回退出占比在下降。此外,正股退市、发行人进入破产程序等导致可转债退市的情况增加。

北交所定位:为促进多层次资本市场互联互通、优势互补,2021年11月,原新三板精选层挂牌公司平移至北交所。北交所的定位为服务创新型中小企业。目前,北交所初步形成国债、地方债、公司(企业)债的产品体系。其中,北交所已推出十余种公司债券品种。

北交所和其他市场的区别与联系: (1) **区别。**北交所,定位支持中小创新型企业,与其他上市板存在差异。上市企业的资产规模、盈利能力方面,弱于其他几个市场,而负债率方面,与创业板和科创板差异不大。(2) **联系。**在资本市场起到承上启下的“纽带”作用:当前,全国股转系统创新层中符合条件的企业,可申请转板至北交所上市;北交所中符合条件的上市公司也

可以申请转板至创业板或科创板。2017 年来，新三板转板主体 694 家，其中，转至上交所的 189 个，转至深交所的 254 个，转至北交所的 251 个。在转板主体中，有 80 家在 2017 年后发行过可转债。截至目前，北交所成立后，有 3 家上市公司转板至创业板或科创板，分别是观典防务、泰祥股份、瀚博高新。

北交所可转债发展潜力：（1）可转债市场空间。目前来看，北交所未来可转债发行潜在主体主要为北交所上市主体，其次是未来北交所上市的创新层和基础层主体，以及有转板需求的主体。2024 年北交所上市企业占比增长，创新层挂牌企业也出现增长。同时，转板企业发行可转债占比增长。以上成为未来可转债发行的潜在主体。随着北交所制度的完善，流动性的提升，挂牌和上市企业质量提升，北交所可转债市场有一定发展空间。**（2）IPO 新规和退市新规的影响。**2024 年 4 月证监会发布退市新规，沪深交易所发布上市新规，提高退市和上市标准，强化市场优胜劣汰。直接影响体现在，2024 年 IPO 企业撤单量增加，改道北交所申报上市的企业增加，同时新三板挂牌企业增加。随后，北交所审核也出现一定放缓，重申严格审核申报主体是否符合北交所定位要求。退市标准的提升，预计被实施退市风险警示的企业将出现增加，进而影响转债市场。短期内，由于部分指标设置过渡期，退市企业数量或维持稳定。中长期看，将强化优胜劣汰。

当前政策和市场环境下，北交所将加快融入 A 股市场，加快吸引更多主体、投资者和中介机构进入。部分拟在科创板和创业板上市的企业，改道北交所。从目前的发展趋势看，短期北交所可转债受整体市场环境影响，新增有限。但中长期看，随着北交所和全市场政策、制度的完善，北交所上市主体的增长，其可转债市场存在快速发展的机遇和空间。但由于北交所的特殊“中转”定位，或决定了其可转债市场的规模上限，还需未来出台更多的细则指引，明确发展方向。

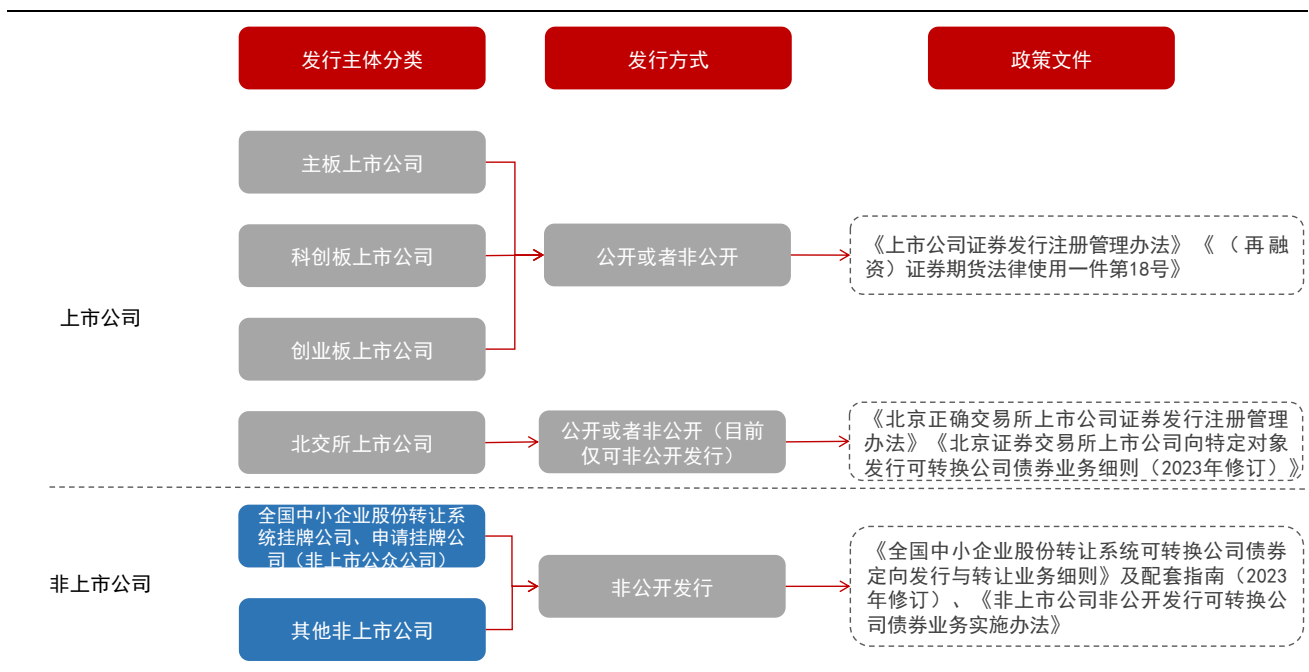
本文通过分析可转债发行现状，结合北交所定位，分析北交所可转债市场空间。

一、可转债市场产品体系及发行情况

（一）可转债产品体系及发行要求

可转债是指上市公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。2023年2月，证监会发布《上市公司证券发行注册管理办法》，可转债开启全面注册制。可转债市场产品体系见图1，以主板、科创板、创业板上市公司公开发行可转债为主。各产品相应的发行要求具体见表1。目前，北交所仅可发行非公开可转债。

图1 可转债产品体系



资料来源：中证鹏元整理

表1 各类可转债发行要求

	主板上市公司可转债	创业板上市公司可转债	科创板上市公司可转债	北交所上市公司非公开发行可转债	全国中小企业股份转让系统非公开发行可转债	非上市公司非公开发行可转债
上市场所	交易所	深交所	上交所	北交所	全国中小企业股份转让系统	沪深交易所或地方交易所（本列分析在沪深交易所上市的部分）
审核制度	注册制，交易所审核			注册制，北交所审核	注册制，全国股转公司审核	交易所进行挂牌确认

发行要求	<p>一般要求：具备健全且运行良好的组织机构；最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；具有合理的资产负债结构和正常的现金流量（本次发行完成后，累计债券余额不超过最近一期末净资产的 50%）。</p> <p>公开发行：现任董事、监事和高级管理人员符合法律、行政法规规定的任职要求；具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力，不存在对持续经营有重大不利影响的情形；会计基础工作规范，内部控制制度健全且有效执行，财务报表的编制和披露符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，在所有重大方面公允反映了上市公司的财务状况、经营成果和现金流量，最近三年财务会计报告被出具无保留意见审计报告；除金融类企业外，最近一期末不存在金额较大的财务性投资（不超过公司合并报表归属于母公司净资产的 30%）。</p> <p>主板上市公司公开发行可转债的：应当最近三个会计年度盈利，且最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%；净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。</p>	具备健全且运行良好的组织机构；最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；具有合理的资产负债结构和正常的现金流量；具有独立、稳定经营能力，不存在对持续经营有重大不利影响的情形；最近一年财务会计报告无虚假记载，未被出具否定意见或无法表示意见的审计报告；最近一年财务会计报告被出具保留意见的审计报告，保留意见所涉及事项对上市公司的重大不利影响已经消除。本次发行涉及重大资产重组的除外；合法规范经营，依法履行信息披露义务。	发行应当符合《非上市公司监督管理办法》关于合法规范经营、公司治理、信息披露、发行对象等方面的规定。	发行人为股份有限公司；发行人股票未在证券交易所上市；可转债发行前发行人股东人数不超过 200 人。
转股期限	自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票。	自发行结束之日起 6 个月后可以转股。	发行结束之日起 6 个月后可以转股。	发行结束之日起 6 个月后可以转股。
转股价格	不低于募集说明书公告日（公开发行）/认购邀请书发出（非公开发行）前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一个交易日均价，非公开发行的，转股价格不得向下修正。	不低于认购邀请书发出前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一个交易日的均价，且不得向下修正，发行可转债购买资产的除外。	不低于有效市场参考价	-
信用评级	公开发行需要评级。因为管理办法中提到“可转债应当具有期限、面值、利率、评级、债券持有人权利、转股价格及调整原则、赎回及回售、转股价格向下修正等要素。”	-	-	-
资金用途	用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%。对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应当充分论证其合理性，且超过部分原则上应当用于主营业务相关的研发投入。	-	-	-

资料来源：中证鹏元整理

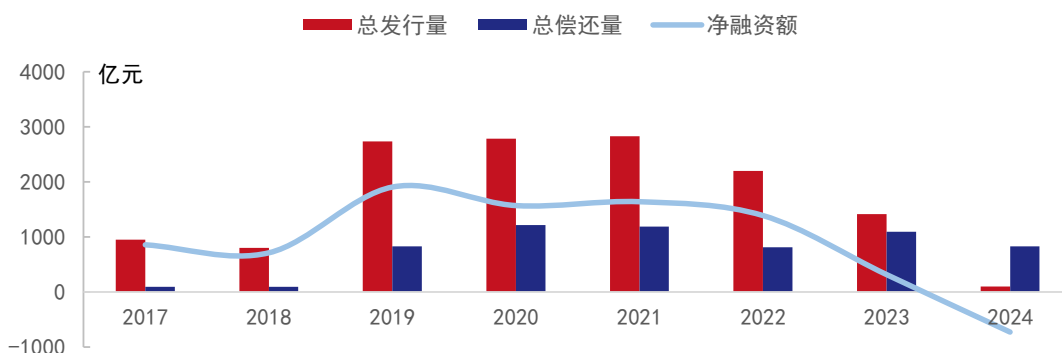
2024年4月证监会发布《中国证监会关于资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》指出，扎实推进北交所高质量发展。提高北交所市场准入包容度，大力吸引和培育一批创新型中小企业上市。推出北交所上市公司公开发行可转债机制。引导各类中长期资金积极参与北交所，研究丰富北交所指数基金与特色产品。未来，北交所公开转债的发行要求可能与科创、创业板近似，即要求盈利可覆盖转债利息。此要求就将影响发行规模，同时意味着没有实现稳定盈利的公司很难发行可转债。

（二）可转债发行情况

2019年-2022年，每年可转债的发行规模均在2,000亿元以上。尤其，2020年以来，在定增等融资方式收紧的背景下，发行可转债成为A股上市公司融资的重要方式。2023年，受可转债市场违约风险提升、银行大额可转债发行降温，以及8月《**统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排**》（简称“**2023年新政**”）发布等因素影响，可转债一级发行减少，共发行141只，发行规模1,411.60亿元。2024年1-5月发行11只，规模101.11亿元，发行热度骤减。截至2024年5月末，沪深交易所（含创业板和科创板）、三板市场存量可转债557只，余额7,988.94亿元。2023年新政后，根据市场信息，可转债市场呈现以下特征：第一，从严审核募集资金用途及前次募投项目实施情况；第二，盈利指标偏弱，债务指标偏高的企业，延长再融资时间间隔、调减再融资规模；第三，鼓励小额融资，大额再融资实施预沟通机制。以下主要分析2017年来可转债市场发行情况。

从净融资情况看，2023年来可转债净融资大幅下降。截至5月29日，2024年净融资-728.96亿元，由正转负。

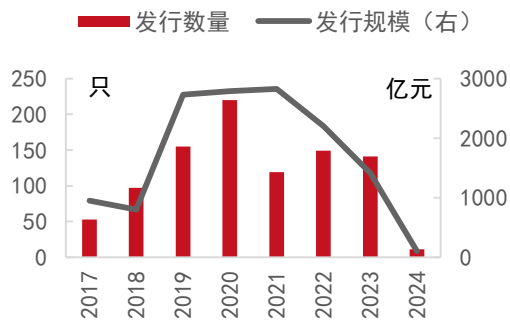
图2 2017-2024年可转债发行与净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

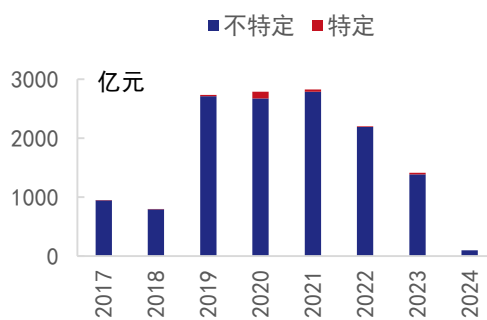
目前可转债发行以不特定发行方式为主，特定发行占比较低，主要是2018年和2019年的地方股权交易中心，2023年特定发行集中在新三板市场。具体看，2017-2024年特定发行可转债数量110只，占比11.6%，规模218.19亿元，占比1.58%。

图3 2017-2024年可转债历年发行情况



注：截至2024年5月29日，下同；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

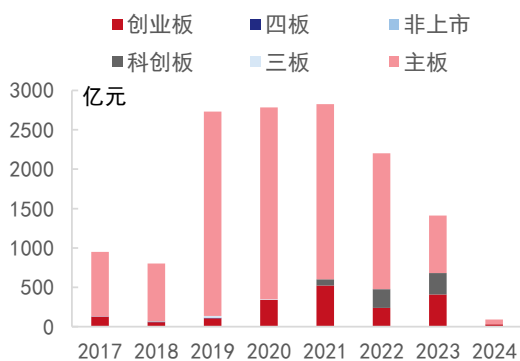
图4 2017-2024年可转债发行方式分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

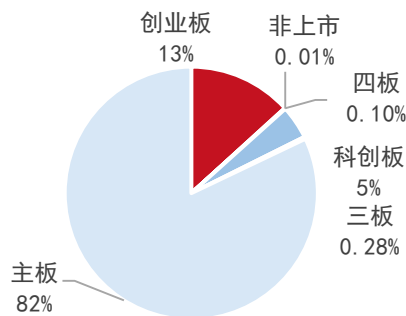
从上市板分布看，2020年来创业板企业数量明显增加，2022年科创板企业增加。新三板发行规模较小，其中2022年和2023年分别发行0.2亿元和0.59亿元。地方股权交易中心2020年来不再有发行。

图5 2017-2024年可转债发行人上市板历年分布



注：四板即地方股权交易中心；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

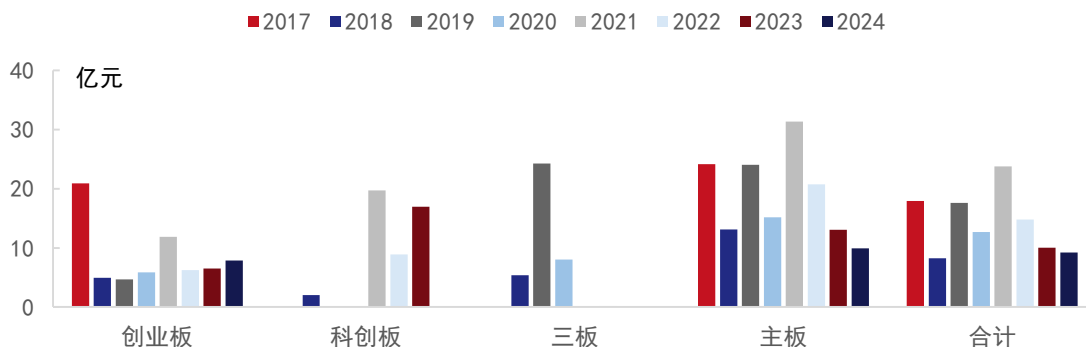
图6 2017-2024年可转债发行人上市板累积分布



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从平均发行规模看，相比主板市场，创业板单只发行规模较小，科创板2021年以来单只发行规模出现增长。整体看全市场，2022年来，单只发行规模呈下降趋势，尤其是新三板市场，2022年和2023年平均单只规模分别为0.2亿元和0.1亿元。

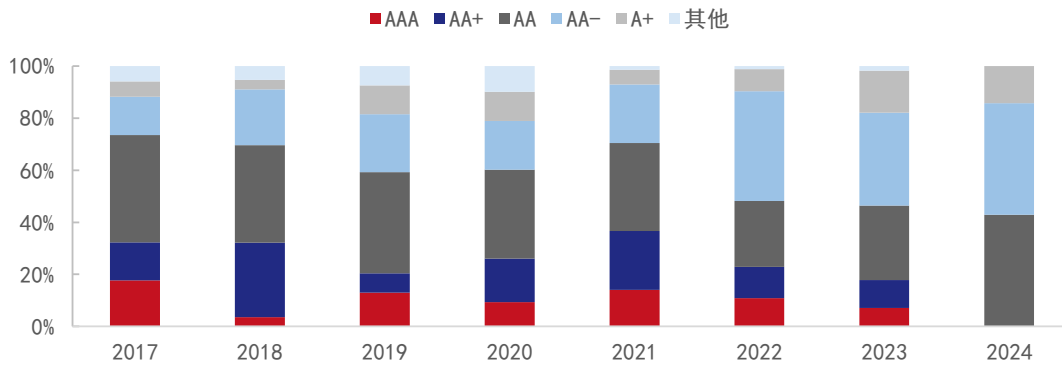
图7 2017-2024年可转债各发行市场单只债券平均发行规模



资料来源：Wind，中证鹏元整理

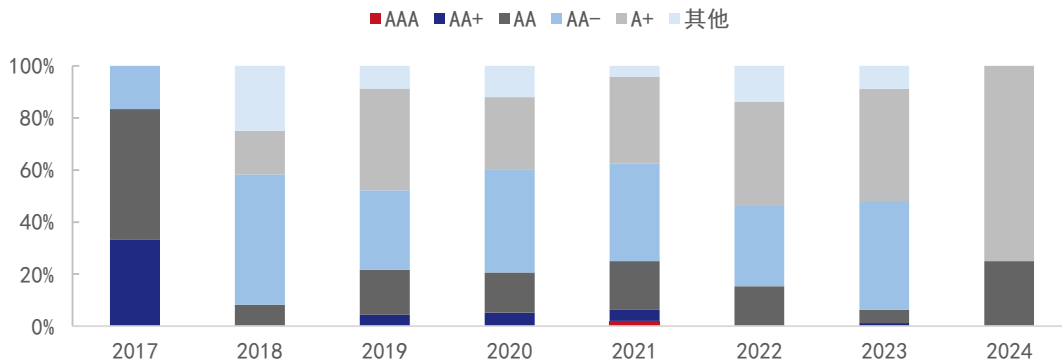
从主体级别看，主板可转债发行人主体级别主要分布在 AA 及以下。2022 年来，高级别债券数量明显下降，从 2021 年的 36.6% 下降到 2023 年的 17.9%。2024 年尚未有 AA+ 及以上主体发行可转债。同时，AA- 和 A+ 级主体发行的债券数量占比大幅上升。科创板和创业板可转债发行人主体主要分布在 AA- 和 A+ 级，同样，2022 年以来发债主体中枢出现下移。

图 8 2017-2024 年主板市场可转债主体分布



注：按债券数量统计；仅统计主板市场
资料来源：Wind，中证鹏元整理

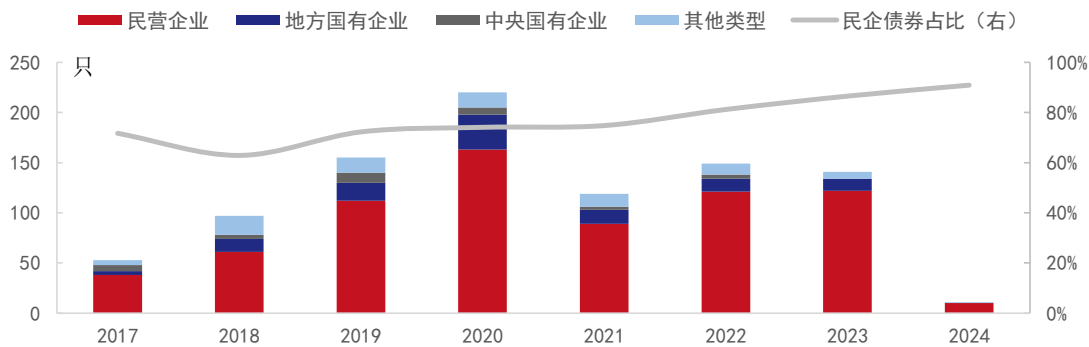
图 9 2017-2024 年创版和创业板市场可转债主体分布



注：按债券数量统计；仅统计科创板和创业板市场
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从企业性质看，可转债发行人集中在非国有企业，且民营企业债券占比成长增长趋势。从 2019 年的 72.3% 增长至 2023 年的 86.5%，2024 年民企占比 90.9%。

图 10 2017-2024 年可转债发行人企业属性分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体看，可转债市场目前进入严监管阶段，强化分类管理，加强风险管控，同时，对优质主体简化程序。同时受市场环境的影响，当前发行可转债的难度上升，单次融资规模缩减。

（三）可转债退出方式

可转债常见的退出方式有**到期兑付**、**全额赎回**、**全额回售**、**全额转股**。不同退出方式在一定程度上反映当前权益市场表现，以及投资方和发行方的资金运用逻辑。2024年1-5月，到期退市的有11只，提前赎回退出的转债有16只。和以往相比，2024年可转债退出方式更加多元化，到期赎回数量和占比在上升，提前赎回退出占比在下降，2023年为70.69%¹。此外，正股退市、发行人进入破产程序等导致可转债退市的情况增加。例如，截至目前，蓝盾转债、搜特转债、鸿达转债三只债券相继同正股一起退市；正邦转债、全筑转债因公司破产重组，转债最终按照普通债权清偿方案偿付。

与退出关系密切的是可转债的特殊条款设置，主要包括转股价、赎回（有条件赎回条款、到期赎回条款）、回售（有条件回售条款、附加回售条款）、下修条款等（详见下表）。条款触发情况上，2023年之前触发有条件赎回条款债券数量较多，随着权益市场表现低迷，触发强制赎回条款的可转债减少，同时为了缓解回售和到期压力，发行人下修动力增强。整体来看，正股太强，容易强制赎回，正股太弱，容易回售。下修，可以避免回售。

表2 可转债特色条款设计

	有条件赎回条款	下修条款	有条件回售条款	附加回售条款
常见条款设计	转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。	可转债存续期间，当公司股票在任意连续【20】个交易日中至少有【10】个交易日的收盘价低于当期转股价格的【90%】时，公司董事会会有权提出转股价格向下	可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续【30】个交易日的收盘价格低于当期转股价格的【70%】时，可转债持有人有权将其持	本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会

¹ 资料来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800520990217407613&wfr=spider&for=pc>

	(1) 在转股期内, 如果公司股票在任意连续【30】个交易日中至少【15】个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的【130%】; (2) 当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足【3,000】万元时。	修正方案并提交公司股东大会审议表决。	有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。	的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。
条款设计说明	当前发行的可转债, 多数会触及赎回条款, 通常在发行人发出赎回公告后, 会促使投资者转让可转债或直接转股, 因为相比赎回, 转股能获得更大的利益。	属于投资者保护条款, 下修条款比回售条款更易触及, 通过下修条款, 可以提高转股概率, 且发行人可以避免因投资者回售造成的资金压力。	属于投资者保护条款, 不易触及, 发行人会配合下修条款, 避免回售给发行人带来资金压力。	属于投资者保护条款, 比较容易触及, 投资者或选择不回售。

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

二、北交所可转债市场发展潜力分析

(一) 北交所定位

起源: 为了丰富新三板挂牌公司上市路径, 打通中小企业成长壮大的上升通道, 2021年2月26日沪深交易所分别发布实施《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法(试行)》《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法(试行)》(以下统称《新三板转板上市办法》), 对促进多层次资本市场互联互通、优势互补、错位发展等方面起到了积极作用。2021年11月15日, 北交所正式开始, 原新三板精选层挂牌公司整体平移至北交所, 精选层挂牌公司转变为北交所上市公司, 原《新三板转板上市办法》中部分表述也迎来调整。

定位: 北交所将牢牢坚持服务**创新型中小企业**的市场定位, 尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段, 提升制度包容性和精准性。

产品: 目前, 北交所初步形成国债、地方债、公司(企业)债的产品体系。其中, 北交所已推出包括短期公司债券、永续期公司债券、可交换公司债券、非公开发行可转换债券、绿色公司债券、低碳转型公司债券、科技创新公司债券、乡村振兴公司债券、“一带一路”公司债券、纾困公司债券、中小微企业支持债券等十多种债券品种。未来, 根据已有政策, 将探索公开发行可转债。

(二) 北交所和其他市场的区别与联系

北交所, 定位支持中小创新型企业, 与其他上市板存在一定差异。北交所更强调“专精特新”, 行业范

围广泛，将会给一些在某一细分领域有自身特色的中小型企业更多发展的机会。北交所上市企业的资产规模、盈利能力方面，弱于其他几个市场，而负债率方面，与创业板和科创板差异不大。此外，从规定来看，北交所的审核时间要比科创板、创业板的审核时间短。

表 3 各交易场所定位及存续主体情况

	主板	创业板 (深交所)	科创板 (上交所)	北交所
市值和 A 股占比	675,143.55 亿元, 81.12%	99,685.85 亿元, 11.98%	54,246.53 亿元, 6.52%	3170.56 亿元, 0.38%
定位	多具有业务模式成熟、经营业绩稳定、具有行业代表性等特点	主要定位服务成长型创新创业企业, 支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	与创业板的主要定位差异是, 科创板更具聚焦于服务符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出、市场认可度高的“硬科技”型企业。	定位是为中小创新型企业孵化、成长、蝶变的重要平台, 支持培育“专业化、精细化、特色化、新颖化”企业(即“专精特新”企业), 重点关注先进制造业和现代服务业等领域的企业, 为投资者创造更好的“投早、投小、投新”的机会。
企业	3,197 家, 占全部 A 股的 59.6%。平均每家公司市值约 211 亿元, 市值规模相对较大	1,346 家, 占全部 A 股的 25.1%, 平均每家公司市值约 74 亿元, 市值规模整体偏中小	573 家, 占全部 A 股的 10.7%, 平均每家公司市值约 74 亿元	249 家, 占全部 A 股的 4.6%, 平均每家公司市值约 12.73 亿元

注：市值查询日为 2024 年 6 月 12 日；

资料来源：Wind，中证鹏元整

表 4 各交易所上市企业资产、负债率和净利润指标对比

IPO 场所	资产 (亿元)	资产负债率 (%)	净利润 (亿元)
北交所	6.70	37.73	0.60
创业板	15.42	37.33	1.56
科创板	25.33	35.81	1.14
上证主板	430.56	44.51	9.58
深证主板	101.99	42.29	2.81

注：财务指标为上市前一年的年报；

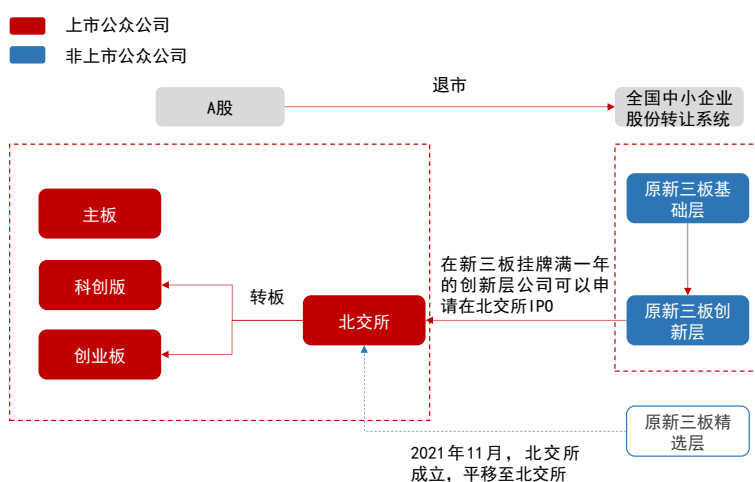
资料来源：Wind，中证鹏元整理

相比其他几个板块，北交所的特殊之处在于，在资本市场起到承上启下的“纽带”作用：当前，全国股转系统创新层中符合条件的企业²，可申请转板至北交所上市；北交所中符合条件的上市公司也可以申请转

² 发行人应当为在全国股转系统连续挂牌满 12 个月的创新层挂牌公司。“连续挂牌满 12 个月”的理解：（1）“12 个月”指“12 个自然月”，不是指“一个完整会计年度”；（2）“12 个月”指“挂牌以来的累计时间，即：基础层挂牌时间+创新层挂牌时间”，不是指“创新层挂牌时间”。例如，可以 11 个月是基础层，最后一个月调层到创新层就行。

板至创业板或科创板。2022 年 12 月份，北交所和新三板推出挂牌上市直联审核监管机制（简称“直联机制”），为利润超过 4,000 万元的企业创建了优质企业申报北交所上市的“快车道”。2017 年来，新三板转板主体 694 家，其中，转至上交所的 189 个（其中科创板 126 家），转至深交所的 254 个（其中创业板 217 家），转至北交所的 251 个。在转板主体中，有 80 家在 2017 年后发行过可转债，其中上交所 34 家（其中科创板 17 家），深交所 46 家（其中创业板 36 家），在 2017-2024 年可转债发行市场中的累计占比各为 10%。截至目前，北交所成立后，有 3 家上市公司转板，分别是观典防务（转板至科创板）、泰祥股份（转板至创业板）、瀚博高新（转板至创业板）。

图 11 北交所与沪深交易所、全国中小企业股转系统的联系



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

转板机制，是为了满足企业在不同发展阶段的融资需求，是一把“双刃剑”。转板至创业板或科创板，可以获得更多投资者的关注，有利于再融资，尤其是创业板的投资门槛（10 万）低于北交所和科创板（50 万）。但同时沪深市场每年的运营维护成本相对于北交所来说更高。

表 5 2017-2024 年新三板转板情况（单位：家）

上市交易所	2017 年后是否发行可转债		合计
	否	是	
北交所	251	0	251
深市主板	27	10	37
沪市主板	46	17	63
科创板（上海）	109	17	126
创业板（深圳）	181	36	217
合计	614	80	694

资料来源：Wind，中证鹏元整理

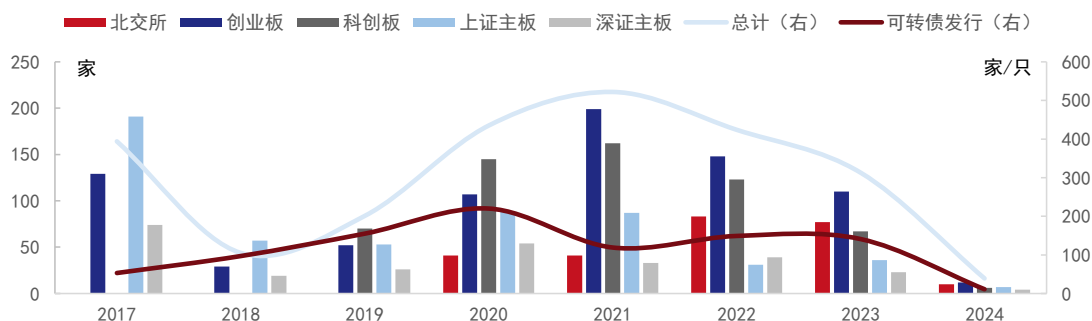
（三）北交所可转债发展潜力

1、可转债市场空间

目前看，北交所未来可转债发行潜在主体主要为北交所上市主体，其次是未来将在北交所上市的创新层和基础层主体，以及有转板需求的主体。**第一，北交所上市企业占比提升。**2022年和2023年北交所上市企业分别有83家和77家，在当年所有上市公司中占比分别为19.6%和24.6%，截至6月5日，2024年北交所上市企业10家，占比25.6%，北交所上市占比呈现增长趋势。**第二，新三板挂牌企业增长。**随着北交所市场改革效应的逐步释放，新三板市场挂牌热度持续上升，2023年共有326家公司新增挂牌，同比增加两成。新挂牌公司总体质地不断提升，2023年平均营业收入、净利润分别较2022年新增挂牌公司提高16.33%、39.84%；21家公司盈利破亿。³创新层挂牌企业也出现增长，存量企业数量已经超过2,000家，其中2024年上半年累计新进层公司数量预计达370家，进一步壮大了上市后备军。2024年进层公司主要体现出“盈利能力突出、成长性良好、创新属性明显”的特征。

第三，转板企业可转债占比提升。新三板非上市公司发行的可转债，集中在创新层5只，其次是基础层2只，其中2023年发行6只。就科创板和创业板而言，2017年来共发行可转债295只，其中2017年后转板企业发行的有55只，占比18.6%，其中2021-2023年分别为18.8%、27.7%和31.6%，呈现增长趋势。

图 12 2017-2024 年 IPO 和可转债发行情况

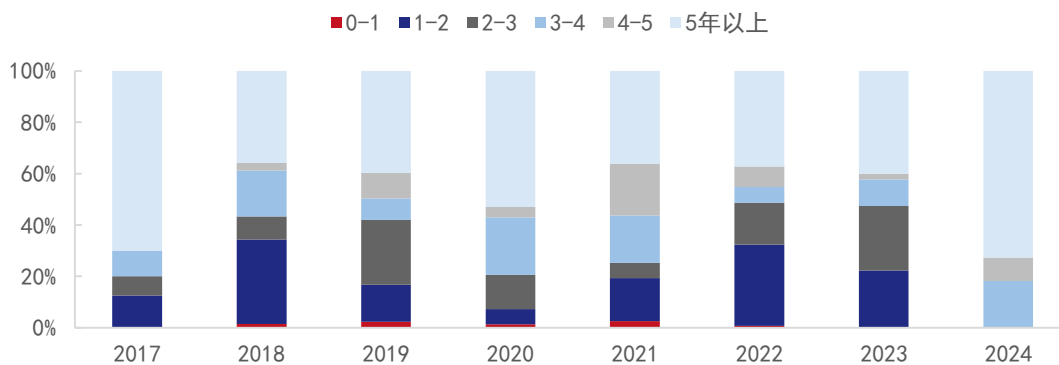


资料来源：Wind，中证鹏元整理

就2017年以来发行的可转债来看，其上市公司发行可转债的时间，集中在上市后5年内。上市3年内发行可转债的占比，2021-2023年分别为25%、49%和47%，但2024年发行主体均已上市3年以上。以科创板和创业板为对象，上市3年内发行可转债的占比2021-2023年分别为29%、72%和58%。可以看出，2022年来上市3年以下主体占比明显增长。

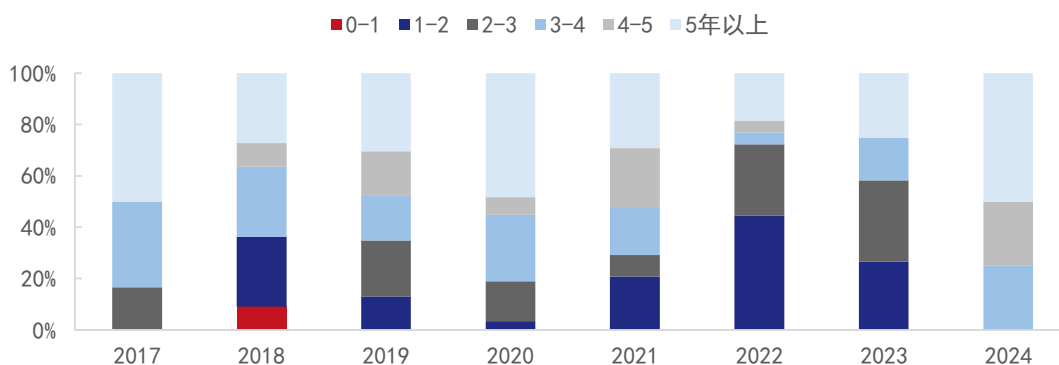
图 13 2017-2024 年可转债发行日与发行人上市日时间差分布情况

³ 资料来源：北交所2024年5月发布的《新三板挂牌公司2023年实现稳健经营》。



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 2017-2024 年科创板和创业板可转债发行日与发行人上市日时间差分布情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前，股市较弱，可转债市场缩量。北交所存量优质上市主体有限，市场流动性较弱，可转债主体规模或有一定限制。且部分主体选择在转板后，发行可转债。随着北交所制度的完善，不断强化与新三板创新层和基础层的制度联动，努力打造服务创新型中小企业主阵地，推动转板机制不断完善，吸引更多企业和中介机构进入北交所，市场流动性将不断提升。北交所开市 2 年来，新三板挂牌企业质量不断提升，北交所聚集了很多优质的专精特新企业，具备成长性好、市盈率低、估值相对较低等特点。根据公开信息，在目前 233 家北交所上市公司中，117 家为国家级专精特新“小巨人”企业，占比略超 50%；超过八成公司入选省市级专精特新企业名录。随着股市回暖，可转债发行将逐步回暖。届时，北交所聚集大量的中小创新型企业，具有一定发行空间。

同时，北交所将探索公开发行可转债，在一定程度上，可以拓展市场空间，提升优质主体融资便利性，吸引更多投资者进入北交所市场。

2、IPO 新规和退市新规的影响

2024 年 4 月 12 日证监会配套新“国九条”发布《关于严格执行退市制度的意见》（简称《退市意见》）。《退市意见》中提高了强制退市标准，同时拓宽多元化退出渠道。一是，增加一年严重造假、多年连续造假

重大违法强制退市情形，增加连续多年内控非标意见的规范类退市情形，增加控制权长期无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息的退市情形。二是，加大绩差公司退市力度。提高亏损公司的营业收入退市指标，完善市值标准等交易类退市指标。三是，拓宽退出渠道。推动优质上市公司吸收合并，推动以产业并购为主线的同行业、上下游市场化吸收合并。2024年4月30日，沪深交易所分别发布9项新规，涵盖了5项上市核心业务规则及4项辅助细则和指导方针，北交所也发布5项新规。根据新规，**沪深交易所上市标准提升**（详见下表）。

随着上市标准提升，各市场定位更加清晰，主板市场突出“大盘蓝筹”特色，科创板、创业板聚焦创新属性，北交所强调中小创新企业定位。2024年来拟IPO企业的撤单量逐渐增加，同时，改道北交所上市的新三板企业出现增长。作为北交所“前置程序”的新三板，掀起了一阵“挂牌热”，2024年1-5月，新增挂牌公司97家。此外，根据2023年9月1日证监会发布的《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，在坚守北交所市场定位前提下，允许符合条件的优质中小企业首次公开发行并在北交所上市。不过，上述“免挂牌直接IPO制度”尚未正式推出，申报公司需先挂牌新三板，申请上市辅导。整体看，在沪深交易所IPO难度加大的背景下，北交所吸引了不少中小企业以及上市公司子公司（或参股公司），其中不乏盈利能力亮眼的主体，例如，5月份北交所获受理的20家IPO企业中，超过50%的公司2023年盈利规模逾5,000万元，部分公司超过1亿元，远超北交所上市的相关盈利要求。但根据最新政策和市场信息，北交所的审核也出现一定放缓，同时将严格审核申报主体是否符合北交所定位。2024年1-5月，北交所共撤回44家IPO企业，几乎达到上年全年水平，其中，有超过10家企业净利润高于5,000万元，不乏净利润上亿的企业。

退市标准的提升，预计被实施退市风险警示的企业将出现增加，进而影响转债市场。截至5月31日，今年以来A股已有107家上市公司因财务指标未达标或公司内部控制、持续经营存在问题等原因，被实施风险警示（含*ST或ST），超过去年同期水平，其中有4家可转债主体。短期内，由于部分指标设置过渡期，退市企业数量或维持稳定。中长期看，将强化优胜劣汰。

在当前政策和市场环境下，北交所将加快融入A股市场，吸引更多主体、投资者和中介机构进入。部分拟在科创板和创业板上市的企业，或改道北交所。从目前的发展趋势看，短期北交所可转债受整体市场环境影响，新增有限。但中长期看，随着北交所和全市场政策、制度的完善，北交所上市主体的将出现增长，其可转债市场存在快速发展的机遇和空间。但由于北交所的特殊的“中转”定位，或决定了其可转债市场的规模上限，如何留住和吸引好企业，还需未来出台更多的细则指引，明确发展方向。

表6 各上市板上市规则中财务指标的调整

	原规则	新规则
--	-----	-----

沪 深 主 板	<p>第一套标准: 最近3年净利润均为正,且最近3年净利润累计不低于1.5亿元,最近一年净利润不低于6000万元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元;</p> <p>第二套标准: 预计市值不低于50亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于6亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元;</p> <p>第三套标准: 预计市值不低于80亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于8亿元。</p>	<p>第一套标准: 最近3年净利润均为正,且最近3年净利润累计不低于2亿元,最近一年净利润不低于1亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于2亿元或营业收入累计不低于15亿元;</p> <p>第二套标准: 预计市值不低于50亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于6亿元,最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于2.5亿元;</p> <p>第三套标准: 预计市值不低于100亿元,且最近一年净利润为正,最近一年营业收入不低于10亿元。</p>
创 业 板	<p>第一套标准: 最近2年净利润均为正,且累计净利润不低于5000万元;</p> <p>第二套标准: 预计市值不低于10亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元</p>	<p>第一套标准: 最近2年净利润均为正,且累计净利润不低于1亿元,且最近一年净利润不低于6000万元;</p> <p>第二套标准: 预计市值不低于15亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于4亿元</p>
科 创 板	<p>第六条: 支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中,同时符合下列4项指标的企业申报科创板发行上市: (1)最近3年研发投入占营业收入比例5%以上,或者最近3年研发投入金额累计在6000万元以上; (2)研发人员占当年员工总数的比例不低于10%; (3)应用于公司主营业务的发明专利5项以上; (4)最近3年营业收入复合增长率达到20%,或者最近1年营业收入金额达到3亿元。</p> <p>第七条: 形成核心技术和应用于主营业务的发明专利(含国防专利)合计50项以上。</p>	<p>第六条: 支持和鼓励科创板定位规定的相关行业领域中,同时符合下列4项指标的企业申报科创板发行上市: (1)最近3年研发投入占营业收入比例5%以上,或者最近3年研发投入金额累计在8000万元以上; (2)研发人员占当年员工总数的比例不低于10%; (3)应用于公司主营业务的发明专利7项以上; (4)最近3年营业收入复合增长率达到25%,或者最近1年营业收入金额达到3亿元。</p> <p>第七条: 形成核心技术和应用于主营业务,并且能够产业化的发明专利(含国防专利)合计50项以上。</p>
北 交 所	<p>财务指标维持不变,强调北交所板块定位。不仅要符合“不属于北交所上市公司行业负面清单”和相关财务指标,还有充分体现出企业的“创新特征”,包括但不限于创新投入、创新能力、创新成果等等。</p> <p>发行人申请公开发行并上市,市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项:</p> <p>(1)预计市值不低于2亿元,最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%,或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于8%;</p> <p>(2)预计市值不低于4亿元,最近两年营业收入平均不低于1亿元,且最近一年营业收入增长率不低于30%,最近一年经营活动产生的现金流量净额为正;</p> <p>(3)预计市值不低于8亿元,最近一年营业收入不低于2亿元,最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%;</p> <p>(4)预计市值不低于15亿元,最近两年研发投入合计不低于5000万元。</p>	

资料来源:公开数据,中证鹏元整理

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼

邮编：518040

点话：0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

点话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51035670

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603

邮编：410000

点话：0731-84285466

传真：0731-84285455

江苏

地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室

邮编：210000

点话：025-87781291

传真：025-87781295

四川

地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号

邮编：610000

点话：028-89102569

山东

地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

陕西

地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室

点话：029-88626679

传真：029-88626679

香港

地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

点话：+852 36158343

传真：+852 35966140