

【基础教学】第 11 课 可转债回售条款的运用

可转债回售条款是可转债的核心条款之一，与强赎条款形成对立，回售条款是对可转债投资人的保护条款。目前可转债的发行条例中，还没有对回售和强赎有明确的权利对等规定，从而导致部分可转债只针对上市公司规定了提前赎回的权利，而可转债持有人没有回售的权利。

没有设置回售条款的可转债，比较典型的就是一些银行类转债。即使在可转债存续期的最后两年里，触发股价低于转股价 70% 的回售条件，持有人也只能持有到期，没有权利按照面值+利息回售给上市公司。

例如浦发转债，浦发转债中约定下修条款是股价连续 30 个交易日中至少 15 个交易日低于当期转股价的 80%，即低于 $14.45 \times 0.8 = 11.56$ ，上市公司有权下修转股价，但是浦发银行当前净资产为 17.2，高于转股价，根本没有下修空间，所以这个下修条款只是个面子工程。

浦发转债 (110059 上海)	正股：浦发银行 (600000 上海)	行业：金融—银行业
发行日期：2019-10-28	转债现价：102.53	转股价：64.84
到期日期：2025-10-28 剩余4.99年	债券评级：AAA 主体评级：AAA	转股溢价：58.1%
股票现价：9.37 较转股价低-35.2%	发行金额：500亿元	纯债价值：98.14 折现率3.8%
转股价：14.45	剩余金额：500亿元 占市值18.2%	回售价值：无权
转股起始日：2020-05-04 (说明)	今日成交：15,684万元 换手率0.3%	税前到期收益率：2.86%
各期利息：0.2, 0.8, 1.5, 2.1, 3.2, 4	回售起始日：0000-00-00 无权	税后到期收益率：2.21%
到期还本 (不含息)：106 本息共117.8	回售转股价：应计利息+100	税前回售收益率：无权
下修条件：连续30个交易日中至少15个交易日收盘价格低于当期转股价格的80%		
强赎条件：连续30个交易日中至少15个交易日收盘价格不低于当期转股价格的130%，或者余额小于3000万元		
回售条件：无股价下跌的回售权利		

在无法下修转股价的情况下，浦发转债想要强赎，只能依靠正股的驱动，强赎条件是股价大于转股价的 130%，在当前市场环境下，需要耗费太多的资金来拉升正股，所以浦发转债的处理方式将以到期赎回为主，到期价 110 元，5 年时间 8% 的收益，没啥吸引力，但是在市场情绪差，出现短线急跌的时候，浦发转债则是一个安全垫不错的搬砖标的。

在最近的可转债管理办法征求意见稿中对权利同等进行了强调，以后只强赎不回售的可转债条款将会成为历史，到时候银行类等高分红的转债在后期的回售博弈中，将会成为新宠。

银行股基本上都是破净股，发行时的转股价一般都是净资产价格。目前市场上银行股的市净率大部分都在 0.7 左右，基本上都会触发回售条款。也就意味着，银行类转债的存续时间由账面上的 6 年，隐性的调整为 4 年，在相同收益的前提下，将会得到回

售类资金的关注。

转债代码	转债名称	股票代码	股票名称	行业	子行业	转债价格	涨跌	日内获利	股价	涨跌	剩余本息	转股价格	转股溢价率	转股价值	距离转股日	剩余年限	回售年限	转债余额	转债成交额	转债换手率	余额/市值	余额/股本	股票市值	市	转股收益率
110059	浦发转债	600000	浦发银行	金融	银行行业	102.31	-0.21%	0.21%	9.37	0.00%	117.6	14.45	57.8%	64.84	转股中	4.99年	无	500	138	0.3%	18.2%	11.8%	2,750	0.55	2.91%
113021	中信转债	601998	中信银行	金融	银行行业	106.15	-0.39%	0.39%	5.09	0.00%	118.8	6.98	45.6%	72.92	转股中	4.34年	无	400	5.8	0.0%	16.1%	11.7%	2,491	0.55	2.71%
110053	苏银转债	600919	江苏银行	金融	银行行业	112.65	-0.17%	0.06%	6.07	-0.33%	119.1	7.28	35.1%	83.38	转股中	4.37年	无	200	3.3	0.0%	28.5%	23.8%	701	0.61	1.32%
113011	光大转债	601818	光大银行	金融	银行行业	124.01	-0.27%	1.39%	3.97	1.79%	108.3	3.76	17.5%	105.59	转股中	2.38年	无	242	79	0.3%	11.6%	12.3%	2,084	0.65	-5.64%
113516	苏农转债	603323	苏农银行	金融	银行行业	108.31	0.23%	0.80%	4.81	2.78%	114.3	5.52	24.3%	87.14	转股中	3.75年	无	12.9	8.3	0.5%	14.9%	13.0%	87	0.73	1.47%
128034	江银转债	002807	江阴银行	金融	银行行业	110.545	-0.41%	0.30%	4.09	-0.24%	109.1	4.50	21.6%	90.89	转股中	3.24年	无	17.6	1.9	0.1%	19.8%	18.0%	89	0.79	-0.41%
110043	无锡转债	600908	无锡银行	金融	银行行业	116.82	-0.07%	-0.21%	5.66	-0.53%	109.1	5.23	19.5%	97.75	转股中	3.25年	无	30.0	2.1	0.1%	28.7%	28.0%	105	0.91	-2.11%
128048	张行转债	002839	张家港行	金融	银行行业	120.2	-0.92%	0.53%	5.92	-0.67%	113.9	5.76	17.0%	102.78	转股中	4年12天	无	25.0	8.6	0.3%	23.3%	24.0%	107	1.02	-1.35%
128129	青农转债	002958	青农商行	金融	银行行业	110.198	0.13%	-0.13%	4.84	0.00%	112.2	5.74	30.7%	84.32	4月1天	5.82年	无	50.0	9.7	0.2%	18.6%	15.7%	269	0.4	0.31%
113037	紫金转债	601860	紫金银行	金融	银行行业	107.3	-0.52%	0.52%	4	0.00%	115.8	4.75	27.4%	84.21	3月0天	5.73年	无	45.0	8.1	0.2%	30.7%	25.9%	146	0.6	1.37%

除银行类转债以外，其他设置了回售条款的可转债，我们如果利用回售条款的保底属性来博弈相对超额的稳定收益呢？

第一：找出已经处于回售期或者即将到回售期的可转债。

在可转债条款中，回售期都规定为存续期的最后两年，只有处在回售期的转债触发回售条件，可转债持有人才有权利进行回售。当前市场可转债的平均存续期间只有 2.25 年，到了回售期还没有促进转股的可转债，基本都会有一些瑕疵，比如无法下修转股价格或者财大气粗到期还钱。

目前处于回售期期的转债一共有 8 只，其中上海电气发行的电气转债属于财大气粗到期还钱的类型，大家不用关注了。

转债代码	转债名称	股票代码	股票名称	行业	子行业	转债价格	涨跌	日内获利	股价	涨跌	剩余本息	转股价格	转股溢价率	转股价值	距离转股日	剩余年限	回售年限	转债余额	转债成交额	转债换手率	余额/市值	余额/股本	股票市值	P/B
113009	广汽转债	601238	广汽集团	汽车	乘用车	114.81	2.45%	-0.29%	13.8	5.75%	107.5	14.23	18.4%	96.98	转股中	1.23年	回售中	25.5	299	10.2%	1.8%	1.7%	1,413	1.76
113008	电气转债	601727	上海电气	能源电力	电力设备	107.58	-0.20%	0.20%	5.07	0.00%	106.6	5.13	8.9%	98.83	转股中	0.26年	回售中	44.1	74	1.6%	5.7%	5.7%	768	1.18
110034	九州转债	600998	九州通	医药	医药商业	113.52	-0.63%	0.69%	18.16	0.17%	109.6	18.32	14.5%	99.13	转股中	1.21年	回售中	15.0	41	2.4%	4.4%	4.4%	340	1.81
110031	航信转债	600271	航天信息	计算机及	软件开发	108	-0.39%	0.39%	15.59	0.71%	107	21.56	49.4%	72.31	转股中	0.61年	回售中	24.0	2.0	0.1%	8.3%	6.0%	290	2.60
110033	国贸转债	600755	厦门国贸	交通运输	交通运输	110.97	-0.25%	0.05%	6.82	-0.73%	109.7	7.19	17.0%	94.85	转股中	1.18年	回售中	12.1	0.8	0.1%	9.5%	9.0%	128	0.88
128013	洪涛转债	002325	洪涛股份	建筑	建筑工程	107.8	-0.22%	-0.08%	2.97	-0.67%	109.8	3.10	12.5%	95.81	转股中	1.74年	回售中	12.0	7.8	0.6%	32.3%	30.9%	37	1.24
127003	海印转债	000861	海印股份	商业零售	商场	107.888	-0.04%	-0.10%	2.38	-1.65%	111.8	3.00	36.0%	79.33	转股中	1.60年	回售中	6.74	2.9	0.4%	12.2%	9.7%	55	1.49
128010	顺昌转债	002245	澳洋顺昌	交通运输	物流业	106.498	-0.40%	0.37%	6.63	-1.19%	109.6	9.25	48.6%	71.68	转股中	1.23年	回售中	5.09	4.2	0.8%	7.8%	5.6%	65	2.86
110038	济川转债	600566	济川药业	医药	中药	113.05	-0.72%	0.43%	22.2	-0.80%	108.3	24.27	23.6%	91.47	转股中	2年13天	13天	6.28	0.5	0.1%	3.2%	2.9%	197	2.68
128029	太阳转债	002078	太阳纸业	造纸包装	造纸行业	161	0.56%	-0.06%	13.97	0.50%	107.8	8.55	-1.5%	163.39	转股中	2年52天	52天	10.9	414	23.2%	3.0%	4.9%	364	2.36

此外厦门国贸发行的国贸转债，由于厦门国贸是国有资产，转股价下修不会低于净资产，没有下修空间，所以也只有到期赎回这条，也不需要关注。

第二：对处于回售期的转债进行筛选，排除控股股东或者担保方的股权风险或者信用风险。

比如兔兔前期分析的顺昌转债，上市公司澳洋顺昌实控人发生了变化，而转债的担保方由原实控人变成了第二大股东，对上市公司债务处理失去了绝对领导权。

即使转债违约，也将由原控股股东澳洋集团承担全额连带责任，与现任控股股东关系不大，而下修促进转股将稀释现任控股股东的权益，所以这里将会有较长时间的口水

仗，是我们需要避免的。

下修条件：连续30个交易日中至少20个交易日收盘价格低于当期转股价格的85%
强赎条件：连续30个交易日中至少15个交易日收盘价格不低于当期转股价格的130%，或者余额小于3000万元
回售条件：连续30个交易日收盘价格低于当期转股价格的70%
担保：昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司、澳洋集团有限公司按照各自比例共同对公司本次发行的不超过 5.10 亿元（含 5.10 亿元）可转换公司债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供担保，其担保的债务比例分别为昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司承担 70%（以发行金额 5.10 亿元计算，对应担保本金金额 35,700 万元）、江苏澳洋园林科技发展有限公司承担 15%（以发行金额 5.10 亿元计算，对应担保本金金额 7,650 万元）、澳洋集团有限公司承担 15%（以发行金额 5.10 亿元计算，对应担保本金金额 7,650 万元）。昆明螺蛳湾投资发展股份有限公司、江苏澳洋园林科技发展有限公司所提供的担保方式为连带责任保证担保，澳洋集团有限公司以其持有的江苏澳洋科技股份有限公司（以下简称“澳洋科技”，股票代码“002172”）2,500 万股股份提供质押担保。公司控股股东澳洋集团有限公司对公司本次发行的不超过 5.10 亿元（含 5.10 亿元）可转换公司债券本金及由此产生的利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用提供全额连带责任保证担保。

第三：计算转债余额/股票市值的比值，比值越小，回售的机会越大，比值越大，回售的机会就越小。

比如洪涛转债，当前转债余额为 12.4 亿，股票市值为 37 亿，转债余额/股票市值 = $12.4/37=33.5\%$ ，回售或者到期赎回都意味着上市公司要拿出三分之一的市值来还债，将会对上市公司的现金流造成毁灭性打击，所以上市公司将想尽办法避免回售的发生，这时回售价 = $100 + \text{当期应计利息}$ ，就给债价构成了一个绝对的支撑。



转债存续规模相对于市值较大的可转债，上市公司最有效的解决方式就是促进转股，常用的促进转股有两种模式，免免以洪涛转债为例来进行讲解。

1、在可转债存续期到期之前进行强赎，从而促进转股，这种情况的获利空间为 $(130-108)/108=20\%$ 。6 月份的时候，洪涛转债下修转股价，一修到底，就是为了解决债务危机，奈何市场不给力，没有能完成使命。后续如果再次触发下修条款，那么大概

率将继续进行下修。

洪涛股份：关于可转债转股价格调整的公告

证券代码：002325

证券简称：洪涛股份

公告编号：2020-051

债券代码：128013

债券简称：洪涛转债

深圳洪涛集团股份有限公司

关于可转债转股价格调整的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：

调整前“洪涛转债”转股价格为：3.12元/股

调整后“洪涛转债”转股价格为：3.10元/股

2、可转债存续到期，只要价格高于可转债发行条款中的到期价 108 元，上市公司拿出一定的钱来维持转股溢价率，使得可转债转股有利可图，从而促进转股，这种可能就是最差的结果不亏钱。

在回售条款的运用中，我们操作的不仅仅是像辉丰转债一样博弈债价和回售价之间的差价，更多的是利用回售价构筑的底部，以有限的风险，来博弈上市公司想要促进转股的动力，来收获更大的收益。