

【基础教学】第 5 课 转股价下修的博弈模式

Halo，大家好！又到了我们的学习时间啦，上一节课中，兔兔和大家讲解了可转债存续期的几种套利模式，大家在操作过程中要多学多用哦。今天的课程萌兔接着给大家讲解转股价下修的博弈模式。这节课的学习和理解要比前面四节课稍微难一些，我把课程的讲稿都附在了视频学习页面下方，大家可以结合 PPT 和我的讲稿一起看，这样更加方便理解。

转股价下修博弈主要的法律依据在于可转债的下修条款，下修条款是可转债发行公告的核心条款，一经确定就不允许再进行更改。不同的可转债触发下修条款的难易程度不一样，如何来把握这个难易程度，是我们这节课的学习重点。

可转债下修条款包括三个因素。

第一个是计算周期，目前市场上有两个比较常见的计算周期，分别是连续 30 个交易日或者连续 20 个交易日为一个计算周期。

第二个是触发价格，股价低于转股价的一定比例，比较常见的下修条款是股价低于转股价的 90%、80%、70%。

第三个是有效天数，也就是在计算周期内满足下修条款的天数。

以前期参与博弈的搜特转债为例，计算周期为任意连续 30 个交易日，触发价格是股价低于转股价的 90%，有效天数是 10 天。

下修条件：连续30个交易日中至少10个交易日收盘价格低于当期转股价格的90%
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%

只有满足了下修条件的可转债才具备下修的资格，才能进入我们的博弈下修股票池，主动下修转股价需要上市公司召开股东大会批准通过，一般来说一支可转债，一个年度只有一次下修的机会。

在可转债满足了下修条件之后，我们如何来辨别上市公司主动下修转股价的意愿呢？

我们以搜特转债、大丰转债、鲁泰转债为例进行分析对比。

第一个是触发价格，搜特转债、大丰转债、鲁泰转债分别是股价低于转股价的 90%、85%、80%，对比起来看搜特转债比大丰转债和鲁泰转债的主动下修意愿更强。

第二个是有效天数/计算周期的比率。搜特转债是 10/30=33%，大丰转债的计算周期是 30 个交易日，需要满足的有效天数是 15 个交易日，比率为 15/30=50%。

大丰转债 - 113530 (正股：大丰实业 - 603081 行业：建筑装饰-装修装饰Ⅱ-装修装饰Ⅲ)							
价格：104.94	转股价值：72.84		税前收益：3.37%		成交(万)：199.09		
涨幅：-1.66%	溢价率：44.08%		税后收益：2.52%		剩余年限：4.542		
转股起始日	2019-10-08	回售起始日	2023-03-27	到期日	2025-03-26	发行规模(亿)	6.300
转股价	16.64	回售价	100.00	赎回价	116.00	剩余规模(亿)	6.298
股东配售率	23.03%	转股代码	191530	质押代码	-	债券评级	AA
网上中签率	0.0213%	已转股比例	0.03%	折算率	0.000	主体评级	AA
担保	无担保						
转股价下调	在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时						
强制赎回	在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%)						

鲁泰转债的计算周期是连续 30 个交易日，需要满足的有效天数是 20 个交易日，比率为 20/30=66%，很明显上市公司不太愿意下修转股价。

鲁泰转债 - 127016 (正股：鲁泰A - 000726 行业：纺织服装-纺织制造-棉纺)							
价格：107.35	转股价值：85.86		税前收益：1.46%		成交(万)：215.05		
涨幅：-0.37%	溢价率：25.03%		税后收益：0.93%		剩余年限：5.578		
转股起始日	2020-10-15	回售起始日	2024-04-08	到期日	2026-04-08	发行规模(亿)	14.000
转股价	8.91	回售价	100.00	赎回价	111.00	剩余规模(亿)	14.000
股东配售率	53.54%	转股代码	未到转股期	质押代码	-	债券评级	AA+
网上中签率	0.0113%	已转股比例	0.00%	折算率	0.000	主体评级	AA+
担保	无担保						
转股价下调	当公司股票在任何连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时						
强制赎回	如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含 130%)						
回售	本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的70%时						

假设这三支可转债都满足下修条件，那么上市公司主动下修概率最大的是搜特转债，其次是大丰，所以参与潜伏的优先级别是搜特>大丰>鲁泰。

第三个是转股溢价率，即使他们在相同的溢价率下，下修的概率也是不同的，因为三者的下修触发比例不一样。

拿搜特转债和大丰转债对比，搜特转债触发下修比例为 10%，大丰转债触发下修比例为 15%，假设他们在下修前的转股溢价率都为 150%，那搜特转债转股溢价率/下修比例的比值为 $150/10=15$ ，大丰转债的转股溢价率/下修比例的比值为 $150/15=10$ ，比值的数字越大，转股价下修的概率就越大，所以搜特转债的下修概率大于大丰转债。

第四个是可转债余额/股票市值的比值。

上市公司都是走现金流的模式，只要有源源不断的现金流，公司就可以稳定持续性的发展。如果可转债存续规模较大，远远大于上市公司储备的现金流，那么可转债到期，将会对上市公司造成较大的还款压力，会对公司的持续经营造成较大的影响，所以上市公司会在可转债存续期间采用各种办法来促进可转债转股，从而使得负债转变成资产，而转股价下修则是促进转股的关键。

在满足下修条件之后，如何判断下修的幅度也是比较重要的潜伏参考点。

萌兔对于下修幅度的预判，主要是参考控股股东的持股比例以及前 20 个交易日的成交均价。

在 8 月 17 日和 8 月 25 日的公众号文章中，萌兔详细分析了搜特转债的下修博弈机会，市场完全验证了萌兔的预判，那正好可以作为这次我们讲解下修博弈的典型案列，大家可以回过头来再仔细看一看。



8 月 17 日时候，搜特转债的价格为 100 元，在下修预期的驱动下，搜特转债最高涨至了 109 元附近。

搜特转债下修条款宽松，表明上市公司不会在条条框框上设置障碍，主动下修意愿强，而且上市公司在互动平台上释放了主动下修信号。确定下修预期后，我们再来研究转股价下修的下限和上限。

首先来看转股价下修的下限。

由于转股价下修，会间接稀释股东的控股股权，在下修不影响控制权的前提下，转股价的下修下限是前 20 个交易日的成交均价，也就是 20 日均线。（下修后的转股价不能低于正股前 20 个交易日的成交均价和前一个交易日成交均价的较大值）



搜特转债余额为 8 亿元，8 月 25 日前 20 个交易日均价为 2.84 元，如果一步下修到位，也就是转股价直接下修至 2.84 元，那搜特转债转股后将会新增 $8/2.84=2.82$ 亿股，总股本将由原来的 30.93 亿股增加至 33.75 亿股，股份扩大比例为 1.09，而原实控人的持股比例为 30.69%，转股后将被动稀释至 28.2%，不会对控股权产生实质影响。所以大股东为了解决债务，有下修到底的预期。

如果转股价下修影响到控股权的话，下修的幅度就会比较小，有的甚至只是象征性的下修，那么潜伏意义就不大了。

接下来看转股价下修的上限。

由于搜特转债下修条款为连续 30 个交易日中 10 个交易日收盘价格低于当期转股价格的 90%，只要转股价下修后，不再触发转股价下修条件，那么本次下修就是成功的。

在 8 月 25 日时搜于特股价 10 日均线为 2.79 元，如果 10 日均线低于转股价的 90%，意味着有可能再度触发下修条件，所以只有转股价不高于 $2.79/0.9=3.1$ 元，才能确保不再次触发下修条件。

所以搜特转债的转股价下修区间将是在 2.84~3.1 元之间，从最新的下修公告中，我们可以看到修正后的转股价为 2.9 元，这算是一修到底了。

19 ~

特别提示：

- 1、转债代码：128100，转债简称：搜特转债
- 2、修正前转股价格：5.36元/股
- 3、修正后转股价格：2.90元/股
- 4、本次转股价格调整实施日期：2020年9月10日

确定好下修幅度之后，就可以来计算预期盈利空间了。

搜特转债转股价由 5.36 元调整到 2.84 元，一修到底，这种情况的利润空间最大。下修后，每张可转债可以转换股票的数目将由原来的 $100/5.36=18.7$ 股上涨至 $100/2.84=35.3$ 股。

下修后，正股转债值为 $35.3 \times 2.77=98$ 元，在正股期权不变的情况下，可转债的价格由 101.83 上升至 $(101.833+7.472)=109$ 元，此时预期上涨空间为 $(109-101.8)/101.8=7.1\%$ 。（7.472 是可转债的期权价值，在基础课第一节有详细的计算讲解，这里不再展开来解释）

如果转股价下修落在上限，也就是只下修到 3.1 元，那么每张转债转股数目由 18.7 股上涨至 32.26 股，在期权价值不变的情况下，可转债的价格将会上涨至 $101.833+6.83=108.6$ ，也将有 $(108.6-101.83)/101.83=6.65\%$ 的上涨空间。

搜特转债在转股价下修公告前，最高价为 109 元，完全在预期值之内。



转股价下修博弈的计算，对于刚接触可转债的新手来说，理解起来会有一定的难度，大家课后要多思考，把其中的逻辑悟透了，在以后的博弈操作中才能做到胸有成竹。