

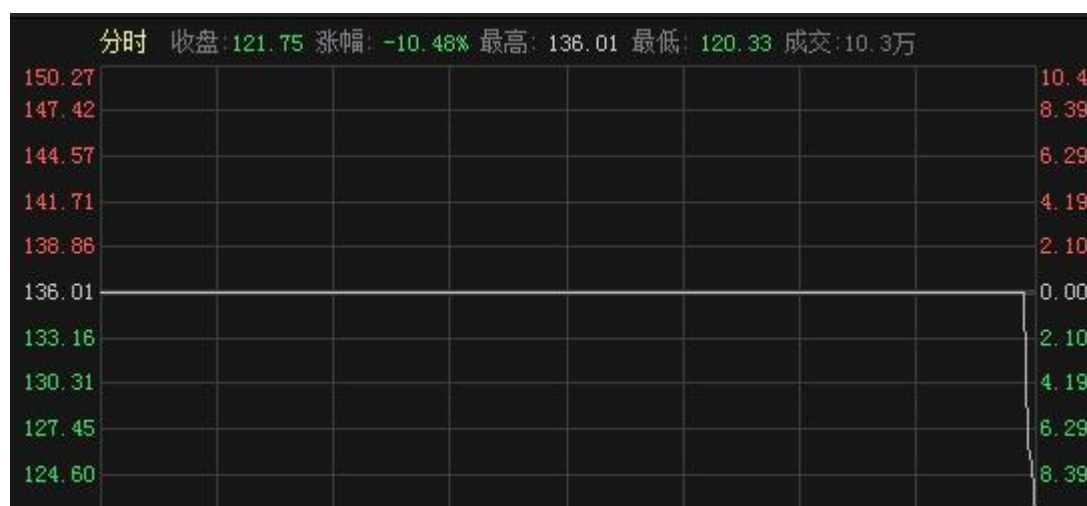
【基础教学】第9课 新债上市价格预估方法

在学习新债上市价格预估方法之前，我们先来复习一下可转债上市的停牌机制和竞价规则。

沪市可转债的四条盘中临时停牌规则：

- 1、交易价格涨跌幅度超过 20%，停牌半小时（如果半小时超过 14:57，则停牌到 14:57 复牌）；
- 2、交易价格涨跌幅度超过 30%，直接停牌至 14:57 分复牌；
- 3、无论如何停牌，14:57~15:00 一定是交易时间。
- 4、沪市可转债在停牌期间挂单是无效的废单，要想交易只能在复牌之后开始挂单，所以在规则约束下上涨 30%的可转债一天的交易量都集中在最后三分钟，容易暴涨暴跌。

以 9 月 7 日上市的嘉友转债为例，开盘竞价 136 元，涨幅超过 30%，按照停牌机制临停至 14:57，新债中签者在尾盘最后 3 分钟集中抛售，从而出现大幅杀跌，最终收盘于 121.75 元（折价 4%左右），9 月 8 日市场反应过来之后，做了一波补涨，完成了折价修复。由于规则约束经常会出现一些情绪性的短线交易机会，所以市场上有一部分短线资金专注于短线捕捉此类交易机会。



深圳市场可转债交易规则与沪市转债的交易规则略有不同。

- 1、深交所规定可转债首次上涨 20%停牌 30 分钟，这条和沪市转债相同。
- 2、在可转债震荡幅度超过 30%再度停牌，但是停牌时间仅为 30 分钟。

比如 10 月 15 日上市的赛意转债，开盘价格 130 触及停牌机制，开盘后临时停牌 30 分钟，10 点之后就可以继续交易，这一点于沪市转债有很大的区别，如果是沪市转债将要停牌至 14:57 分，才可以交易。



3、无论如何停牌，14:57~15:00 一定是交易时间。

4、在盘中临时停牌期间，投资者可以申报、也可以撤销申报，复牌时对已接受的申报实行复牌集合竞价。

比如赛意转债在停牌期间是可以申报或者挂单的，在复牌的时候撮合成交，而沪市转债在停牌时间申报是无效废单，只能复牌后再挂单。

在熟悉完可转债的停牌机制之后，我们再来进一步学习新债上市价格的预估。

由于可转债在上市之前，市场还没有给出其期权价值，所以直接利用我们前期学习的期权算法来预估新债的上市价格区间会有点困难。

萌兔在预估新债开盘价的时候，一般都是按照类比法来进行计算。

在前期的学习当中，我们知道影响可转债定价的基本因素包括转债信用评级、正股转债值、纯债价值、同行业转债的市场溢价率。

不同的影响因素在不同的阶段影响力大小不一样，萌兔在计算的过程中一般分为三种情况来区分对待：

第一种情况是正股转债值高于或者略低于纯债价，此类转债的上市预估价格为正股转债值+同行业转债的平均市场溢价率。

以斯莱转债为例，斯莱转债上市日为 10 月 15 日，截止至 10 月 14 日正股收盘价为 9.72 元，斯莱转债的转股价为 9.38 元，此时正股转债值为 $9.72/9.38 \times 100 = 103$ 。

斯莱转债的转债信用评级为 AA-，发行规模 3.88 亿，正股斯莱克市值 53 亿，所处一级行业为机械装备制造，二级行业为专用设备。我们可以在富投网（现在更名为宁稳网）中查询到专用设备中符合条件（发行规模和正股市值规模）的转债一共有两只，市场平均转股溢价率为 10.1%。

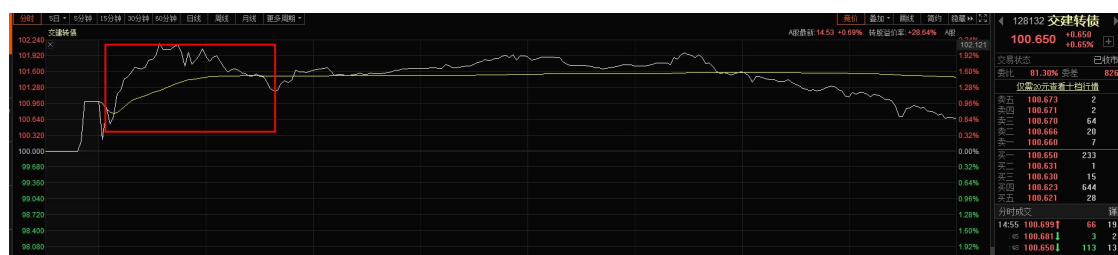
溢价率统计									收益率统计								
类别	总数	均值	<=-10	-10至-5	-5至0	0至5	5-10	>10	类别	总数	均值	<=-10	-10至-5	-5至0	0至5	5-10	>10
价值溢价	2	-0.2%		1				1	税前收益	2	-2.1%				2		
AA-	2	-0.2%		1				1	AA-	2	-2.1%				2		
110-120	1	-6.8%		1					110-120	1	-1.9%				1		
>130	1	6.4%						1	>130	1	-2.2%				1		
类别	总数	均值	<=0	0至15	15至30	30至45	45-60	>60	类别	总数	均值	<=-10	-10至-5	-5至0	0至5	5-10	>10
转股溢价	2	10.1%		1	1				税前回售	2	-6.8%				2		
AA-	2	10.1%		1	1				AA-	2	-6.8%				2		
110-120	1	4.0%		1					110-120	1	-7.4%				1		
>130	1	16.2%				1			>130	1	-6.2%				1		

所以我们可以预估斯莱转债的上市开盘合理定价中值为 $103+10=113$ 元，萌兔一般会上下 1 元作为新债上市预估价格区间，即 112~114 元。斯莱转债首日开盘价格为 111.8 元，完全符合这个预估价格。



第二种情况是可转债的正股转债值低于纯债价 20% 以上，此时可转债的看涨期权趋近余零，可以忽略不计，那么其合理定价为可转债的六年本息减去 5 年的贴现。

以 10 月 16 日上市的交建转债为例，交建转债信用评级为 AA 级，六年到期本息合计 117.3，纯债价为 96，正股转债值仅为 77，低于纯债值的 20%，所以计算方式为六年本息 117.3 减去五年贴现率 $5 \times 3.5 = 99.8$ ，定价中值在面值 100 元附近，定价区间为 99~101 元，首日开盘价 101 元，符合预期。



此外，还有一类比较特殊的转债，受到一些公信力背书因素的影响，信用评级高，一般是 AAA 级转，完全不存在信用风险，保荐机构敢于兜底，从而出现破净发行，比如前期的本钢转债，当前债价仍处于面值下方，这种定价机制由于缺少样本研究，萌兔也需要摸着石头过河。。。

新债上市价格的预估，有利于我们制定对新债上市首日的买卖决策，而且在市场出现不合理定价的时候，可以捕捉到一些短线交易机会。在以后的交易中，大家可以结合临时停牌机制来进行灵活运用。