可转债下修讲义

我们都知道，对于股票投资者来说，股价上涨享受收益；股价下跌承受损失，收益和风险是对称的。而对于可转债的投资者来说，股价上涨，可以享受可转债随着正股上涨的收益；股价下跌，也可以获得收益，收益和风险是不对称的。

也就是说，对于可转债投资者来说，无论股价上涨还是下跌，都有获利机会。真的有这样的好事吗？大家学完这节课就明白了。

一、什么是可转债？

可转债全称为可转换公司债券。在国内市场，就是指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券。可转债具有债权和期权的双重属性，其持有人可以选择持有债券到期，获取公司还本付息；也可以选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。所以投资界一般戏称，可转债对投资者而言是保证本金的股票。

刚才这段话大家是不是觉得不太好理解？老师给大家举个例子，听完例子相信大家就明白了，小黑开了个包子铺，由于包子铺业绩优秀，小黑的包子铺上市了，小黑想接着扩大包子铺的规模，可是扩大规模需要资金，于是小黑就向大家借钱，借钱的同时，小黑也给各位债主们打了张欠条，上面写着，期限 6 年，每年支付一定的利息，6 年后到期还本付息。为了更顺利地借到钱，也为了降低借钱成本，小黑给了债主们特别的福利，在一定的条件下，债主们手里的借条可以转换成包子铺的股票，于是，看好小黑生意的人，就都过来借小黑钱了。因为这个借条既具有股票的性质，会根据包子铺的业绩情况上下波动，同时又具备债券

的属性，不想继续持有的债主们，可以把借条卖掉换回资金，也可以把借条换成小黑包子铺的股票，如果一直持有，6 年到期，小黑会一次性地还本付息。那么，这个借条就是上市公司发行的可转换债券，既可以到期还本付息，也可以转换成公司的股票，还可以在二级市场上进行交易。

可转债的发行人是上市公司，其本质是上市公司融资的一种方式。可转债本身是债券，每张债券的票面价是 100 元。与发行普通公司债相比，可转债更受上市公司青睐，因为可转债的转股设计，能够降低债券的发行成本（可转债的发行利率仅有 1％—2％左右，而普通公司债的利率在 3%—4%之间）。

投资可转债有以下四个优点：

1）投资可转债，上市公司与投资者利益是趋同的，大部分上市公司发行可转债目的就是为了不还钱，促成转股，因此上市公司和投资者一样迫切地希望可转债价格能够早日涨上去。而普通投资者投资股票，面临的交易对手是在资金实力、信息渠道和专业能力都更具优势的机构投资者，或者是掌握内部消息的上市公司的董监高，普通的散户和这些交易对手相比，孰强孰弱一目了然。

2）可转债下有保底，上不封顶。所谓上不封顶，是指可转债在二级市场的价格跟随正股上下波动，如果正股标的不错，可转债上涨想象空间极大。下有保底是指可转债本身是债券，带有还本付息的属性，从债的属性来看，虽然可转债收益很低，每年只有 1%-2%，但是哪怕在市场极端的情况下，也能拿回本金+利息。从这一点来看，可转债给我们提供了一个安全网，让我们可以更安心的追逐更高的收益。

这里需要强调的是：所谓的保底，指的是以原面值 100 或 100 以下保底，但是如果你的买入价格高于可转债的面值 100 元，就不一定保底了。

3）可转债实行 T+0 交易规则，可以当天买入，当天卖出，可以让我们在做出错误决策时有机会及时纠偏。

这里，也需要强调两点：1.虽然可转债可以当日买入，当日卖出，但是资金得 T+1 才能到账；2.虽然可转债没有涨跌幅限制，但是在上涨 20%或 30%时会触发临时停牌规则。

4）相比股票而言，可转债交易成本极低。股票交易的手续费是在万 1.5 左右，而且还要征收千分之一的印花税和过户费，而可转债的交易成本非常低，只有佣金，佣金甚至可以低至百万分之几。

二、了解可转债的重要信息

了解可转债，起点是可转债发行公告和募集说明书，其中包含了关于可转债的所有信息，但是，如果大家亲自看一份发行公告或者募集说明书的话，会发现动辄几十页，上百页的资料，要是看完的话，不光耗费很大的精力，还有很多地方看不明白，那怎么办呢？其实很简单，只要抓住一些重要要素，就可以做到心中有数了，集思录可以帮我们解决这个问题，集思录上面的信息基本涵盖了我们需要了解的重要信息，下面我们就以本周一申购的新债—天地发债为例，教大家读懂可转债的基本信息。

先百度搜索：集思录，进入集思录网站后，点击实时数据-可转债-待发转债-天地转债，如下图所示。

点击进去以后，我们会看到下面这个界面，上面的信息基本就涵盖了可转债的重要内容，我们分别来看下。

天地转债 - 123140 (正股：天地数码 - 300743　行业：计算机-计算机设备-其他计算机设备)							+自选
价格：100.000		转股价值：95.91		税前收益：2.92%		成交(万)：0.00	
涨幅：0.00%		溢价率：4.26%		税后收益：2.36%		当日换手：-	
转股起始日	2022-09-19	回售起始日	2026-03-16	到期日	2028-03-13	发行规模(亿)	1.720
转股价	12.47	回售价	100.00+利息	剩余年限	6.000	剩余规模(亿)	1.720
股东配售率	-	转股代码	未到转股期	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	14.65%
网上中签率	-	已转股比例	0.00%	正股波动率	会员	转债占比[2]	10.41%
折算率	0.000	质押代码	123140	主体评级	A	债券评级	A
担保	无						
募资用途	热转印涂布装备及产品技术升级项目 信息化和研发中心升级项目 安全环保升级项目 补充流动资金						
转股价下修	当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时 注：转股价下修是否可以低于每股净资产？ 购买会员后可查看						
强制赎回	如果公司股票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%）						
强赎状态	0/15 | 30						
回售	在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时						
利率	第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.2%、第四年为 1.8%、第五年为 2.2%、第六年为 2.5%						
税前YTM 计算公式	2.20/(1+x)^5.000 + 1.80/(1+x)^4.000 + 1.20/(1+x)^3.000 + 0.70/(1+x)^2.000 + 0.50/(1+x)^1.000 + 112.000/(1+x)^6.000 - 100.0000 = 0						

1、名称和代码

这支可转债简称为“天地转债”，债券代码为：123140。

2、发行规模及发行数量

本次发行规模为 1.7 亿元，要知道，相比动辄上百亿的发行规模，1.7 亿确实规模比较小。

可转债的计数单位为张（深市）或手（沪市）。1 张=100 元，1 手=10 张=1000 元，所以天地转债的发行数量是可以计算出来的，发行数量=发行规模/计数单位=1.7 亿/100=170 万张，天地转债的发行数量为 170 万张。

3、票面金额和发行价格

目前沪深两市，可转债发行面值均为 100/张，按面值发行。

4、利率

一般来说，可转债采用的是每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息的方式，如图，天地转债的利率为：第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 1.2%、第四年 1.8%、第五年 2.2%、第六年 2.5%。

这些数据的意思是，天地转债距离到期时间是 6 年，作为一支债券，如果我们当前买入 1 张并持有到期，每年可以获得的利息（税前）分别为：0.5 元、0.7 元、1.2 元、1.8 元、2.2 元，到期赎回价格是 112 元（含最后一年利息）。6 年本息合计：0.5+0.7+1.2+1.8+2.2+112=118.4 元

这也是可转债”下有保底”的理论依据。

天地转债 - 123140 (正股：天地数码 - 300743 行业：计算机-计算机设备-其他计算机设备)							+自选
价格：100.000		转股价值：95.91		税前收益：2.92%		成交(万)：0.00	
涨幅：0.00%		溢价率：4.26%		税后收益：2.36%		当日换手：-	
转股起始日	2022-09-19	回售起始日	2026-03-16	到期日	2028-03-13	发行规模(亿)	1.720
转股价	12.47	回售价	100.00+利息	剩余年限	6.000	剩余规模(亿)	1.720
股东配售率	-	转股代码	未到转股期	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	14.65%
网上中签率	-	已转股比例	0.00%	正股波动率	会员	转债占比[2]	10.41%
折算率	0.000	质押代码	123140	主体评级	A	债券评级	A
担保	无						
募资用途	热转印涂布装备及产品技术升级项目 信息化和研发中心升级项目 安全环保升级项目 补充流动资金						
转股价下修	当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时 注：转股价下修是否可以低于每股净资产？ 购买会员后可查看						
强制赎回	如果公司股票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%）						
强赎状态	0/15 | 30						
回售	在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时						
利率	第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.2%、第四年为 1.8%、第五年为 2.2%、第六年为 2.5%						
税前YTM计算公式	2.20/(1+x)^5.000 + 1.80/(1+x)^4.000 + 1.20/(1+x)^3.000 + 0.70/(1+x)^2.000 + 0.50/(1+x)^1.000 + 112.000/(1+x)^6.000 - 100.0000 = 0						

5、转股起始日

转股期，是指可转债可以转股的时间段。一般是自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，天地转债是从 2022-09-19 开始进入了转股期。

6、转股价

从图中我们可以看到，天地转债的转股价为 12.47 元，这个价格我们可以理解为可转债与正股之间的“汇率”，每支可转债都对应一只股票，一张可转债可以兑换的股票数量为：100 元/转股价。

7、转股价值

转股价格与正股价格共同决定了一只可转债的价值。

转股价值=（100/转股价）*正股股价

比如天地转债，转股价为 12.47 元，正股价是不停波动的，如果按照周一的收盘价来看，正股天地数码的正股价为 11.81 元，那转股价值就是 100/12.47*11.81=94.7。

大家应该发现了，自己算出的转股价值和上面集思录上的截图并不一致，这是为什么呢？对啦，是因为正股是波动的，所以转股价值也不是恒定不变的，会随着转股价值波动而波动。

那么，周一收盘后，天地转债的转股价值就变成了下面这张图中的数值。

天地转债 - 123140 (正股：天地数码 - 300743 行业：计算机-计算机设备-其他计算机设备)							+自选
价格：100.000		转股价值：94.71		税前收益：2.92%		成交(万)：0.00	
涨幅：0.00%		溢价率：5.59%		税后收益：2.36%		当日换手：-	
转股起始日	2022-09-19	回售起始日	2026-03-16	到期日	2028-03-13	发行规模(亿)	1.720
转股价	12.47	回售价	100.00+利息	剩余年限	6.000	剩余规模(亿)	1.720
股东配售率	-	转股代码	未到转股期	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	14.84%
网上中签率	-	已转股比例	0.00%	正股波动率	会员	转债占比[2]	10.54%
折算率	0.000	质押代码	123140	主体评级	A	债券评级	A
担保	无						
募资用途	热转印涂布装备及产品技术升级项目 信息化和研发中心升级项目 安全环保升级项目 补充流动资金						
转股价下修	当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时 注：转股价下修是否可以低于每股净资产？ 购买会员后可查看						
强制赎回	如果公司股票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%）						
强赎状态	0/15 | 30						
回售	在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时						
利率	第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.2%、第四年为 1.8%、第五年为 2.2%、第六年为 2.5%						
税前YTM计算公式	2.20/(1+x)^5.000 + 1.80/(1+x)^4.000 + 1.20/(1+x)^3.000 + 0.70/(1+x)^2.000 + 0.50/(1+x)^1.000 + 112.000/(1+x)^6.000 - 100.0000 = 0						

8、溢价率

那什么是溢价率呢？首先来讲一下溢价，溢价简单来说就是一个东西价格与价值之差，比如一个价值 100 块钱的东西，价格 110 块钱，那就是相比于 100 块钱的价值溢价了 10 块钱。

溢价率的公式=（价格-价值）÷价值，也就是溢价率为 10%。

如果一个价值 100 块钱的东西，价格 90 块钱，这个时候溢价率为（90-100）/100=-10%，溢价率为-10%，也就是折价 10% 。

溢价率为正说明价格大于价值，溢价率为负说明价格小于价值。

对于可转债来说，也是一样的。溢价率=（可转债价格-转债价值）÷转债价值。由于转债价值是波动的，上市以后可转债价格也是波动的，所以，溢价率也是一个波动的数值，可以衡量以现价买入这只可转债，划算与否。

大家感兴趣的话，也可以自己计算下溢价率，加深下对溢价率的理解。

9、回售条款

目前已发行的可转债，大部分会设置以下格式的回售条款、

“在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或者部分按债券面值加上当期应计利息回售给公司。”

天地转债 - 123140 (正股：天地数码 - 300743 行业：计算机-计算机设备-其他计算机设备)							+自选
价格：100.000		转股价值：95.91		税前收益：2.92%		成交(万)：0.00	
涨幅：0.00%		溢价率：4.26%		税后收益：2.36%		当日换手：-	
转股起始日	2022-09-19	回售起始日	2026-03-16	到期日	2028-03-13	发行规模(亿)	1.720
转股价	12.47	回售价	100.00+利息	剩余年限	6.000	剩余规模(亿)	1.720
股东配售率	-	转股代码	未到转股期	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	14.65%
网上中签率	-	已转股比例	0.00%	正股波动率	会员	转债占比[2]	10.41%
折算率	0.000	质押代码	123140	主体评级	A	债券评级	A
担保	无						
募资用途	热转印涂布装备及产品技术升级项目 信息化和研发中心升级项目 安全环保升级项目 补充流动资金						
转股价下修	当公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时 注：转股价下修是否可以低于每股净资产？ 购买会员后可查看						
强制赎回	如果公司股票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%）						
强赎状态	0/15 | 30						
回售	在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时						
利率	第一年为 0.5%、第二年为 0.7%、第三年为 1.2%、第四年为 1.8%、第五年为 2.2%、第六年为 2.5%						
税前YTM计算公式	2.20/(1+x)^5.000 + 1.80/(1+x)^4.000 + 1.20/(1+x)^3.000 + 0.70/(1+x)^2.000 + 0.50/(1+x)^1.000 + 112.000/(1+x)^6.000 - 100.0000 = 0						

可以看到，回售条款是保护可转债持有人的重要条款之一，要知道，回售是可转债持有人的权利，而不是义务。投资者可以回售，也可以不回售。但如果投资者选择了回售，那上市公司无法拒绝。

一旦回售，上市公司就得拿出真金白银还给投资者。可见，触发回售条件对于上市公司来说是非常不愿意看到的，有没有别的办法避免呢？

当然有了，在可转债进入回售期且正股价格大跌时，转股价值一旦低于阈值将触发回售，此时，上市公司可以通过转股价格下修来规避回售的情况发生，这也就是我们下面要讲的重点。

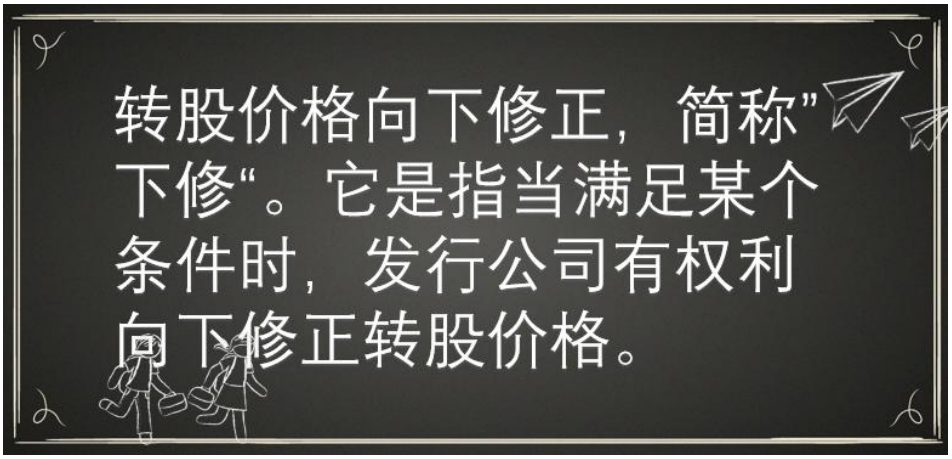
三、可转债下修博弈

可转债下修分为两种情况：第一是如我们刚才所讲，上市公司为了避免回售，通过下修转股价来规避回售情况的发生，这种属于被动下修；第二是主动下修，部分可转债并没有回售压力，却迫不及待地进行下修，这是为什么呢？

熟悉可转债的投资者都知道，当正股股价上涨，高于转股价的 130%时就会触发强赎条款，目的是促使可转债持有人转股。那么当正股股价跌跌不休，达不

到强赎条件时，主动下修转股价也是推动投资者转股的一个积极的应对措施。

（一）什么是下修？



在可转债的募集说明书中，我们可以看到下修条款：在本次发行的可转债存续期间,当公司A股股票在任意连续 30 个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

转股价下修	在本次发行的可转债存续期间,当公司 A 股股票在任意连续 30 个交易日中 至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时,公司董事会有权提出 转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。

这样的下修条款可以简单标记为：15/30/90%，需要的天数越少，比例越高，说明公司的下修意愿越强。当然，也有很多公司把天数定为20，或者把比例定为80%或者85%。

简单地说，下修条款类似于一个看跌期权，一个靠“比烂”赚钱的条款。上市公司发行可转债是为了促使投资者转股，这样他们就可以光明正大的不还钱了。

可转债的下修条款，是一个双赢条款。对于转债投资者而言，下修成功，意味着手里的转债又值钱了，因为又可以打折换股票了；对于上市公司而言，转股就有望就不用还钱了，这样可转债的价格通常也会涨上来。因此，也衍生出了下修博弈这一交易策略。

（二）什么是下修博弈策略？

大家想一想，在什么情况下投资者会有意愿转股呢？

答案很简单，就是当有利可图的时候，投资者就会愿意把手中的可转债转成

股票。那么在什么情况下转股是有利可图的呢？就是当转股价低于正股股价的时候，因为只有转股价低于正股股价，投资者就可以以较低的价格兑换正股。比如转股价是 5 元，而正股价是 10 元，那就相当于可以以 5 折的折扣换成正股，当然是相当划算的了。

当正股上涨的时候，达到强赎条件时，投资者有意愿转股，可是当正股走势不好，跌跌不休的时候，特别是跌到转股价以下，投资者都不愿意转股，上市公司也没办法控制股价的跌势，这时候达到下修条件的话，上市公司就有权利下调转股价，把转股价下调后，只要正股股价稍微上涨，只要高于新的转股价，大家就有动力转股了。

那么，当股价跌到一定程度的时候，你判断公司有可能会下修转股价，这个时候提前埋伏进去，然后等待下修转股价，一旦上市公司发布下修公告，可转债价格将大幅拉升，参与埋伏的投资者就能获利，这就是下修博弈。

可转债下修诉求无外乎三方面原因：大股东减持兑现、规避回售压力、尽早促成转股（减轻财务费用、补充资本金等），当然可转债持有人的游说也是发行人不得不考量的因素，但是这些都是不可控的因素，所以下修博弈存在一定的不确定性。

（三）下修博弈策略适用于哪些可转债？

并不是所有的可转债都适合用这个策略，需要满足一定的条件，才有可能下修。

博弈下修策略，一般来说分为两步：

第一步，找到可能下修的可转债，提前埋伏；第二步，等待下修公告后，卖出获利。

这里的难点在第一步。因为下修是上市公司的权利，而不是义务，所以我们要通过一些条件或者特定事件找到不得不下修或更愿意下修的可转债。

1、要满足转股价下修条款

可转债下修条款往往是当正股在连续 30 个交易日有 15-20 个交易日的收盘价在转股价的 85%以下。

不同的公司下修的条件略有区别，比如多少个交易日，低于当期转股价的多少。有些条件宽松，有些严格。只有一点是确定的，那就是正股价格必须低于转股价格，并持续一段时间，才能提议下修转股价。

2、市净率要大于 1，在 1.3 以上是最好的

（市净率（简称 PB）指的是每股股价与每股净资产的比率。一般情况下，市净率跌破 1 的不能下修转股价格。）

满足这 2 个条件公司就有权力下修了，但是，触发转股价下修条款公司不一定会下修，因为公司还没有逼到绝境，所以还需要看公司大股东下修的意愿，这个就是博弈的关键。

3、公司大股东下修的意愿

转股价下修呢，需要公司先提出下修的方案，然后在股东大会上投票决定，如果股东大会没有通过，就无法下修。

这是因为投资正股的小股东，如果他们有投资可转债，他们只能通过正股的上涨来获得收益，而下修转股价会导致转换成股票的数量增加，会摊薄这些小股东的权益，所以，对于这些小股东来说，他们是不希望下修转股价的。

而公司的大股东是希望不还钱给可转债投资者，希望他们把债转股，因此会想尽一切办法来促进转股，一般大股东都会配售可转债，他们手上都会有不少的可转债份额。

是否下调转股价需要公司开股东大会进行表决，当三分之二的股东同意时，才会下调。但是如果大股东想要获得投票权，就必须先把手上的可转债清仓。（为了保证投票的公正性，可转债发行公告规定了下修方案投票表决时，持有可转债的股东没有投票权。）

所以有大股东清仓可转债的行为就可以重点关注一下

当然，这个并不是代表只要有大股东清仓，可转债就会下修，大股东清仓可转债也有可能是可转债的价格很高，想要卖出盈利，所以还要结合可转债的价格来判断。

同时我们还要通过分析公司财报，去确定公司财务状况，看公司是否真正缺钱。

另外，也可以通过查看公司以往是否有下修历史，上次下修股东大会中大股东投票情况及询问公司董秘，来确定公司下修意愿的强烈程度。

（四）下修后的转股价为多少？

下修后的转股价要满足两个条件：

1）下修后的转股价不低于特定日期前 20 个交易日股票均价和前一日股票均价的较高者。

2）下修后的转股价不低于每股净资产和股票面值。

10、转股价格向下修正

（1）修正权限与修正幅度

在本次发行的可转换公司债券存续期间，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 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

我们以去年 6 月份下修成功的岩土转债为例：

1）股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价为 3.092 元/股；

2）前 1 个交易日均价为 3.125 元/股；

针对第一条，两个价格取其高，转股价就应该高于 3.125 元/股≈3.13 元/股；

3）公司最近一期经审计的每股净资产为 2.26 元；

4）股票面值为 1 元；

针对第二条，两者取其高，转股价应高于 2.26 元/股；

所以，综合这两条，转股价就应该高于 3.13 元/股。而岩土转债也正是将最新转股价调到了 3.13 元/股。

鉴于本次临时股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价分别为 3.092 元/股及 3.125 元/股，公司最近一期经审计的每股净资产为 2.26 元，股票面值为 1 元，因此修正后的转股价格应不低于 3.13 元/股。

综合考虑上述价格并结合公司自身情况，公司于 2021 年 6 月 25 日召开第四届董事会第五次临时会议审议通过了《关于向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，决定将“岩土转债”的转股价格由人民币 7.99 元/股向下修正至人民币 3.13 元/股，本次修正后的转股价格自 2021 年 6 月 28 日起生效。

特此公告。

中化岩土集团股份有限公司
董事会
2021 年 06 月 25 日

我们总是听说“下修到底”这个说法，那什么是下修到底呢？

所谓下修到底，就是将转股价下调到发债公司所能下调的最低价格。也就是说新的转股价已经下调到前面 1）2）3）4）四个约束价格的最高价了。

比如，刚才提到的岩土转债就是下修到底了。

如果岩土转债转股价下调到高于 3.13 元/股，比如 3.5 元/股，那就是下修不到底。下修到底通常反映了上市公司促进转股的诚意。

（五）下修博弈实例

下面以实例来给大家讲解下如何利用下修条款进行获利。

搜特转债在 2021 年七八月份的时候，价格一直在 75—85 之间波动，2021 年 7 月 30 日，搜特转债价格为 78.220 元，转股价值为 55.52 元。

由于正股股价连续下跌，公司董事会提议下修转债价格。此次修正的转股价值为100元左右。而7月30日搜特转债的价格为78.220元，转股价值只有55.52，有很大的上涨空间。

搜特转债 - 128100 (正股：搜于特R - 002503 行业：纺织服装-服装家纺-休闲服装)

价格：78.220		转股价值：55.52		税前收益：9.30%		成交(万)：7896.25	
涨幅：-0.74%		溢价率：40.89%		税后收益：8.56%		当日换手：12.54%	
转股起始日	2020-09-18	回售起始日	2024-03-11	到期日	2026-03-11	发行规模(亿)	8.000
转股价	2.90	回售价	100.00 *	剩余年限	4.616	剩余规模(亿)	7.994
股东配售率	9.33%	转股代码	128100	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	19.53
网上中签率	0.0123%	已转股比例	0.08%	正股波动率	会员	转债占比[2]	16.05
折算率	0.000	质押代码	128100	主体评级	A	债券评级	A
担保	无担保						
募资用途	本次公开发行可转债公司债券募集资金总额预计不超过 80,000.00万元，扣除发行费用后拟全部投资时尚产业供应链总部（一期）项目。						

来看下当时的搜特转债是否满足下修条件：

1、下修条款

根据搜特转债当时的下修条件：当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%。可以看到，搜特转债的转股价是2.9元，但是2021年7月份搜特转债的正股搜于特的20日均价为1.54元。远远低于转股价2.9元的90%（2.61元）。

2、市净率

搜特的每股净资产为 1.083，大于 1，满足市净率的条件。

7 月 31 日搜于特发布了提议向下修正搜特转债转股价格的公告，需要注意的是，这次仅仅是提议具体股东大会能不能通过下修提议，又或者通过了下修提议下修是否到底都是未知数。（拟下修转股价方案提出后，需召开股东大会表决通过才能下修，从提出方案到开会通过下修大约有一个月的时间。）

在这则公告发布后的第一个交易日，即 2021 年 8 月 2 号，搜特转债以 14.17% 的涨幅（89.3 元）收盘。

3、公司股东下修意愿

召开股东大会表决，如果同意下修的股东小于三分之二，则下修不通过，在这种情况下，搜特转债的价格直接一夜回到解放前，将再次回到 80 以下。

这种结果还是有一定概率的。因为转股价降低，可能会有超过 8 亿的债务转成股份，势必会稀释正股股份，所以对正股投资者来说，他们是非常不愿意看到这种场面的。历史上就有过很多次下修失败的例子。

通过查询资料，我们发现，搜特最大的股东马鸿，手上没有搜特转债，这是个利好，因为有可转债的股东需要回避投票，而大股东是很愿意下修转股价的。并且，这次已经是搜特短期内的第二次下修会议，上次投票，马鸿就投的下修到

底，可见其转股意愿极其强烈。

现在搜于特财务违约情况严重，已经没有多少现金流，8 亿的可转债债务足以对正股造成毁灭性打击。所以公司转股的意愿还是很强烈的。虽然转股后会对正股造成一定的稀释，但是对于搜于特来说，如果转股不成功，搜于特股东们面临的问题就不是正股稀释了，而是正股低于面值 1，被强行退市。所以，公司在生死存亡的关键时刻，生存下去才是第一需求，稀释问题也就不是股东们首要考虑的。

在拿不定公司意愿的时候，我们也可以考虑和公司电话沟通，去直接了解公司是否有下修意愿。

2021 年 8 月 16 日，搜于特正式发布了下修转股价格的公告，转股价格由 2.9 元下调至 1.62 元。

搜于特集团股份有限公司
关于向下修正“搜特转债”转股价格的公告

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

特别提示：

1、转债代码：128100，转债简称：搜特转债

2、修正前转股价格：2.90 元/股

3、修正后转股价格：1.62 元/股

4、本次转股价格调整实施日期：2021 年 8 月 17 日

8 月 16 日搜特转债的收盘价为 95 元，8 月 17 日搜特转债上涨至 99.855 元。

下修股东会 2021年08月16日

搜特转债 - 128100 (正股：搜于特R - 002503 行业：纺织服装-服装家纺-休闲服装) -自选

价格：95.000		转股价值：55.17		税前收益：4.74%		成交(万)：15462.47	
涨幅：-2.39%		溢价率：72.19%		税后收益：4.04%		当日换手：20.22%	
转股起始日	2020-09-18	回售起始日	2024-03-11	到期日	2026-03-11	发行规模(亿)	8.000
转股价	2.90	回售价	100.00 *	剩余年限	4.570	剩余规模(亿)	7.994
股东配售率	9.33%	转股代码	128100	到期赎回价	112.00	转债占比[1]	19.65%
网上中签率	0.0123%	已转股比例	0.08%	正股波动率	50.80%	转债占比[2]	16.15%
折算率	0.000	质押代码	128100	主体评级	A	债券评级	A

从搜于特公司于 7 月 31 日发布提议向下修正转股价格的公告，到 8 月 16 日正式发布下修公告的短短 11 个工作日期间，搜特转债的价格由 78.22 元涨至 99.855 元，涨幅竟高达 27.7%。短时间内能达到这么高的收益率，这就是下修博弈的魅力所在。

2021 年全年，可转债下修的案例数已经超过 30 家，超过了历史上下修最多的一年—2018 年（2018 年有 25 家公司的可转债实施了下修）。随着越来越多的可转债进入回售期，预计未来下修的机会也会随之增加。

四、下修博弈的风险和防范

1、下修博弈的风险

我们都知道，投资中没有百分百确定的事情，既然是博弈，也存在一定的风险。

风险一：下修失败

股东会会对可转债下修的议案进行投票，如果出席会议的股东同意下修的人数小于三分之二，下修提议就会被否决。因为可转债下修会稀释原股东股权，如果稀释比例过大，股东大会上就可能被持表决权的股东否决掉。

风险二：下修不及预期

如果下修转股价不及市场预期，比如刚才举例的搜特转债，如果下修后的转股价没有到底，市场很可能也不会买账，可转债的价格也可能出现下跌。

只有当同意下修并且下修到底，才是最完美的。历史上，下修到底的概率还是比较高的，达到 70%。

风险三：下修后，仍然不能达到强赎条件

大多数下修，都是为了促成强赎后转股。如果股价一直表现不佳，不能满足强赎条件，可转债的价格在上涨之后，可能还是会下跌。

要提醒大家，强赎和下修都是上市公司的权利，而不是义务，这就意味着上市公司满足条件后，可以自行决定是否行使强赎和下修的权利，也可以自行决定何时去行使这个权利。

2、规避风险的方法

（1）提前埋伏，在董事会提议下修之前买入标的可转债，买入可转债价格越低越好，一般不要超过 110 元，市场好的时候可以稍稍提高；

（2）买入的时候参考可转债的到期收益率。

比如不能接受亏钱的同学，可以选择到期收益率大于零，甚至是大于货币基金收益的转债，那么即使博弈失败，也能有一个正的固定收益做保底。但是，有可能会错失一些机会。

（3）如果正股质地差，很难满足强赎的条件，那么在董事会下修提议公告发布后就选择卖出，落袋为安。

（4）挑选一揽子符合条件的可转债进行摊大饼，构建下修博弈组合，分散风险。

投资如战场，千变万化，生死倏忽，作为可转债投资的一个重要策略，下修博弈有收益的同时也有风险，希望大家在参与时保持一定的谨慎。

以上关于投资分析的内容，仅作为教学案例，帮助大家掌握投资技能，不作为投资建议。