

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究助理: 林晨

linchen@ccnew.com 021-50588666-8026

可转债研究框架与历史回顾

——转债专题

证券研究报告-策略专题

发布日期: 2018 年 02 月 27 日

相关研究

- 1 《策略报告: 多重利好提振 A 股持续反弹-市场分析》 2018-02-26
- 2 《策略报告: 春节效应显著, 行业配置多头思维占上风-行业配置》 2018-02-26
- 3 《策略报告: 资源板块接续反弹 A 股震荡上扬-市场分析》 2018-02-23
- 4 《策略报告: 各大板块全面上扬 A 股跨年开门红-市场分析》 2018-02-22
- 5 《策略报告: 道指延续反弹 A 股冲高回落-市场分析》 2018-02-13

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 可转换债券是在发行公司债券的基础上, 附加了一份期权, 允许购买人在规定的时间范围内将其购买的债券转换成指定公司的股票。理论上来看, 理论上转债价格等于债底、期权价值、条款价值的加总。因此, 可转债的基本要素包括: 正股、债底、估值、条款。债底就相当于转债的价值底, 也是转债的安全垫。实践中, 通常根据平价与平价溢价率来分析转债价值。
- 通常可转债具有三个条款: 回售条款、股价修正条款、赎回条款。回售条款属于可转债持有人的权利, 内容是持有人在满足触发条件后, 可以向发行人回售可转债, 因此不希望还债的公司需要尽可能避免触发回售条件。股价修正条款其实是指下修, 首先是由公司董事会选择性提出, 是推进转股的一个举动。而有条件赎回条款属于发行人的权利, 发行人在少付多期利息的情况下又完成了融资, 是发行人喜闻乐见的事情。
- 价格走势上看, 2015 年之前转债指数与 wind 全 A 表现出相关性。而 2016 年以来转债市场一是受压较高的估值, 二是 2015 年赎回较多, 存量券少, 市场几乎无关注度。2017 年随着转债估值的下降, 以及市场容量的上升, 转债市场出现部分具有投资价值的个券, 结构性机会提升了转债市场的关注度。
- 2017 年转债市场的走势可以分为 3 个阶段: 1-5 月: 1-4 月政策端提升转债市场扩容预期, “杀估值”, 5 月股市下跌转债“杀平价”; 6-8 月: 估值上行, 权益市场上涨, 平价上行; 9-12 月: 转债市场如期扩容, 估值继续下行, 平价下跌。
- 一般法人、基金、保险为可转债主要投资者。2017 年年末持有转债占比最高的前三类投资者依次为一般法人、基金、保险, 占比总和为 71%, 相较 2016 年的 67%有所增加。法人、保险持券规模增加, 基金持仓占比下降。
- 随着政策端对定增条件的收紧, 有融资寻求的企业转而投向转债市场。预计转债/EB 市场的规模将持续增加, 那么市场关注度也会相应的增加, 未来的转债市场必然是一个机会与挑战共存的市场。

风险提示: 系统性风险

内容目录

1. 转债特征描述.....	3
1.1. 可转换债券的分析框架.....	3
1.2. 可转换债券的条款.....	5
2. 转债市场历史回顾	6
2.1. 转债走势与权益市场表现相关.....	6
2.2. 2017 年转债市场回顾	6
3. 转债市场的供求关系	11
3.1. 转债市场法人、保险持券规模上升.....	11
3.2. 转债市场规模未来有望上升.....	12
3.3. 转债供给.....	13

图表目录

图 1: 可转债价格框架	3
图 2: 实践中转债价格框架	4
图 3: 平价溢价率	4
图 4: 转债走势与权益市场表现相关.....	6
图 5: 转债、平价指数走势	7
图 6: 可转债发行家数情况	7
图 7: 平价溢价率走势	7
图 8: 国债收益率走势	8
图 9: 万得全 A 走势	8
图 10: 个券 1-5 月涨跌幅	8
图 11: 个券 6-8 月涨跌幅	9
图 12: 网上有效申购数量分布	10
图 13: 隆基转债上日首日暴涨 30.32%	10
图 14: 林洋转债上日首日两次熔断	10
图 15: 嘉澳转债走势情况.....	10
图 16: 蓝思转债走势情况.....	10
图 17: 个券 9-12 月涨跌幅.....	11
图 18: 上交所 2016 年持有可转债市值规模.....	11
图 19: 上交所 2017 年持有可转债市值规模.....	12
图 20: 转债市场发行规模变化	13
表 1: 条款博弈与多方利益	5
表 2: 目前方案进度在“证监会核准”阶段的转债.....	13

1. 转债特征描述

可转换债券(Convertible Bond)是债券的一种,可以转换为债券发行公司的股票,通常具有较低的票面利率。本质上讲,可转换债券是在发行公司债券的基础上,附加了一份期权,允许购买人在规定的时间范围内将其购买的债券转换成指定公司的股票。可转换债券可以理解为“公司债券+期权价值”。

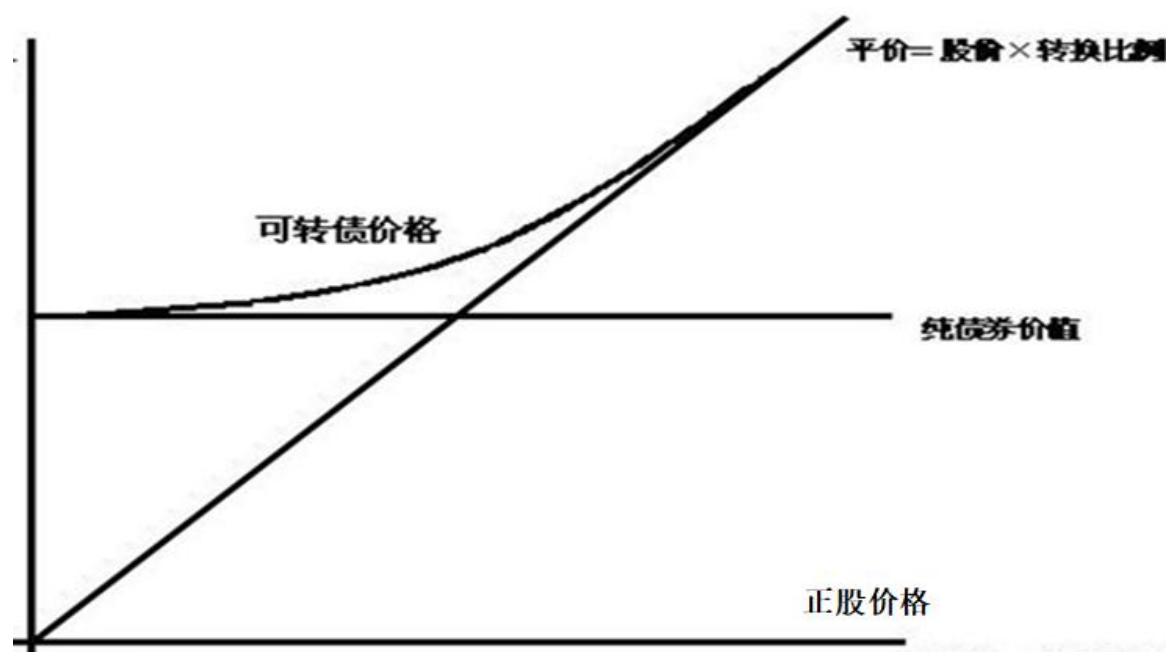
1.1. 可转换债券的分析框架

理论上来看,理论上转债价格等于债底、期权价值、条款价值的加总。因此,可转债的基本要素包括:正股、债底、估值、条款。

债底就相当于转债的价值底,也是转债的安全垫。

实践中,通常根据平价与平价溢价率来分析转债价值。平价,也就是转换价值,即购买 1 张转债进行转股后实现的股票价值,等于 $100 \times \text{正股价格} / \text{转股价格}$,而平价溢价率的影响因素则较为复杂,要考虑: 1.正股价格后期上涨的弹性如何; 2.转债条款是否有利于投资者; 3.发行人推进转股的意愿; 4.当前转债市场的供求关系; 5.转债市场的关注度、情绪指标等等。

图 1: 可转债价格框架



资料来源: 中原证券, 和讯网

图 2：实践中转债价格框架

$$\text{转债价格} = \text{平价} * \text{平价溢价率}$$

$$100 * \text{正股价格} / \text{转股价}$$

正股分析框架：绝对估值法、
相对估值法（PE/PB/PS）

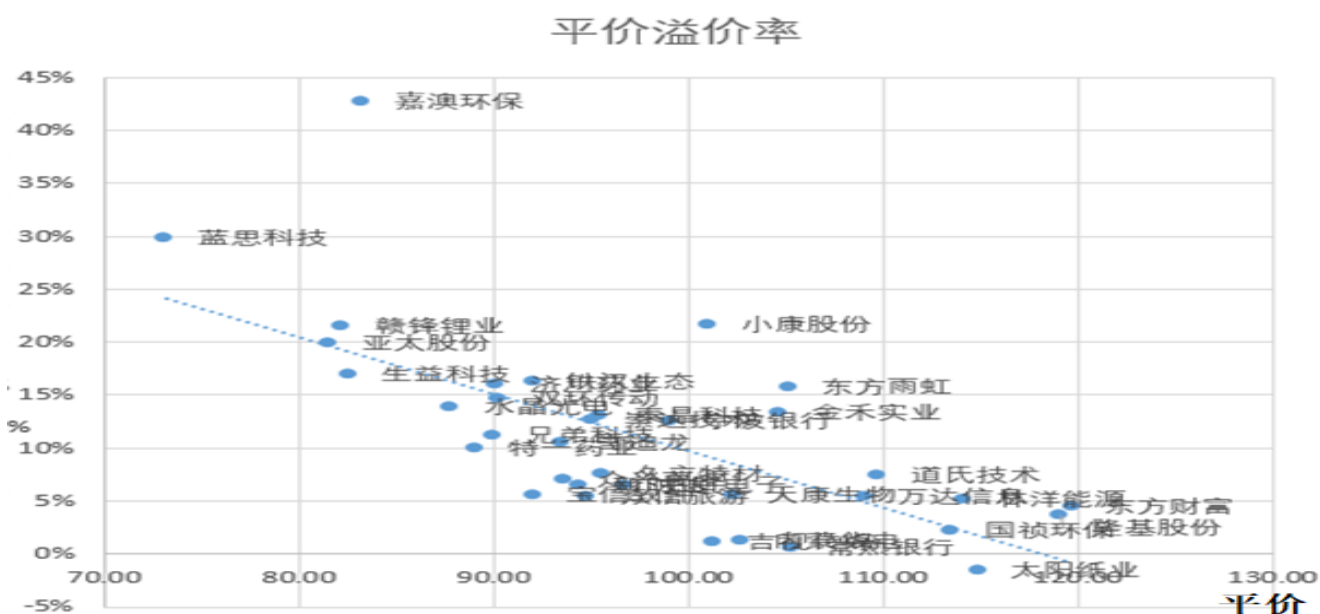
- 1.对于正股价格后期上涨弹性的预期；
- 2.转债条款是否有利于投资者；
- 3.发行人推进转股的意愿；
- 4.当前转债市场的供求关系；
- 5.转债市场的关注度、情绪指标；

资料来源：中原证券

转债的研究重心在于正股。而转债相对正股的优势在于低波动，平价溢价率降低了转债的波动。平价溢价率与平价有负相关关系。根据 2018/02/09 数据，平价溢价率为负仅只有太阳纸业，主要是平价过高且未为刚上市的次新券（平价 114.92）。

简单回归得到： $y=0.660025-0.00538x$ 。对系数检验来看，结果是明显显著的（p 值小于 0.001）。因此平价低的转债，溢价率高对转债价格有相应的保护，平价高的转债，溢价率较低，转债价格的波动因此小于对应的正股波动。

图 3：平价溢价率



资料来源：中原证券，wind

1.2. 可转换债券的条款

通常可转债具有三个条款：回售条款、股价修正条款、赎回条款。这三个条款也意味着转债的博弈。下面以蓝思转债（123003.SZ）为例。

回售条款属于可转债持有人的权利，内容是持有人在满足触发条件后，可以向发行人回售可转债，因此不希望还债的公司需要尽可能避免触发回售条件。回售条款包括两个条款：一是有条件回售条款，触发条件为：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%，触发后，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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；二是附加回售条款，触发条件为：若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，触发后，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。

股价修正条款其实是指下修，首先是由公司董事会选择性提出，是推进转股的一个举动。股价修正条款的内容包括股价修正权限与修正幅度。触发条件为：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。

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。

有条件赎回条款属于发行人的权利，发行人在少付多期利息的情况下又完成了融资，是发行人喜闻乐见的事情。赎回条款包括到期赎回条款与有条件赎回条款。到期赎回条款指：本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将按债券面值的 106%（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转换公司债券。而**有条件赎回条款的触发条件**是指本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权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换公司债券。

表 1：条款博弈与多方利益

转债条款	转债投资者	发行人	大股东	小股东
回售条款	保护条款	不希望进行，因为发行人需要还债		股权不会被稀释
股价下修条款	希望进行，以避免	希望进行，解除	有博弈，未持有	存在博弈，股权

免持有转债沦为“债性”	回售危机	转债的股权稀释程度增加	稀释程度增加（转股价下修，转股数量增加）
赎回条款	“止盈”信号	希望进行，融资顺利完成	

资料来源：中原证券

2. 转债市场历史回顾

2.1. 转债走势与权益市场表现相关

价格走势上看，2015 年之前转债指数与 wind 全 A 表现出相关性。

而 2016 年以来转债市场表现不佳，一是受压较高的估值，二是 2015 年赎回较多，存量券少，市场几乎无关注度。

2017 年随着转债估值的下降，以及市场容量的上升，转债市场出现部分具有投资价值的个券，结构性机会提升了转债市场的关注度。

图 4：转债走势与权益市场表现相关

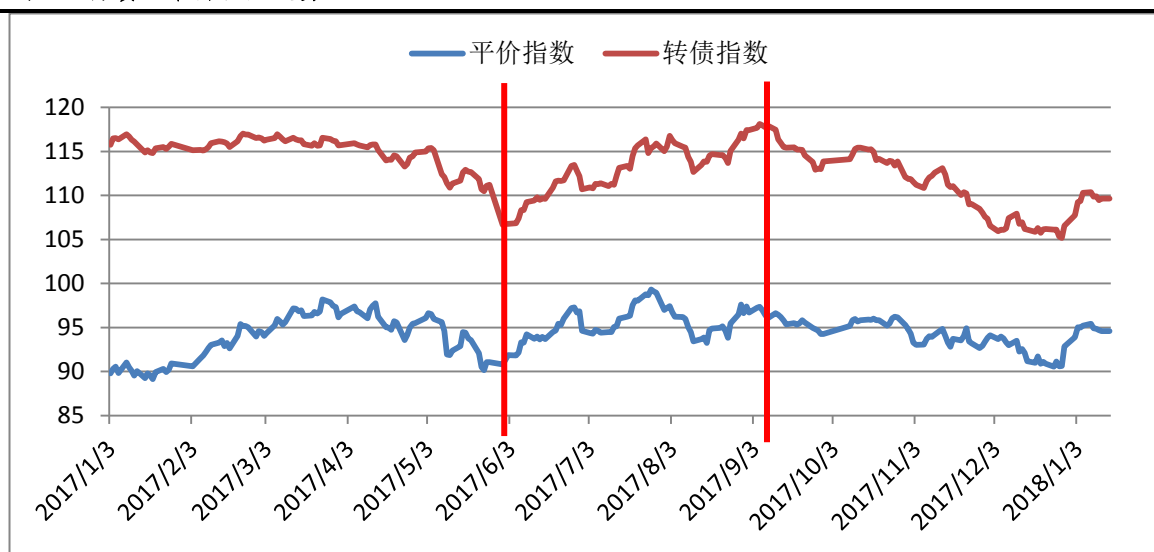


资料来源：中原证券，wind

2.2. 2017 年转债市场回顾

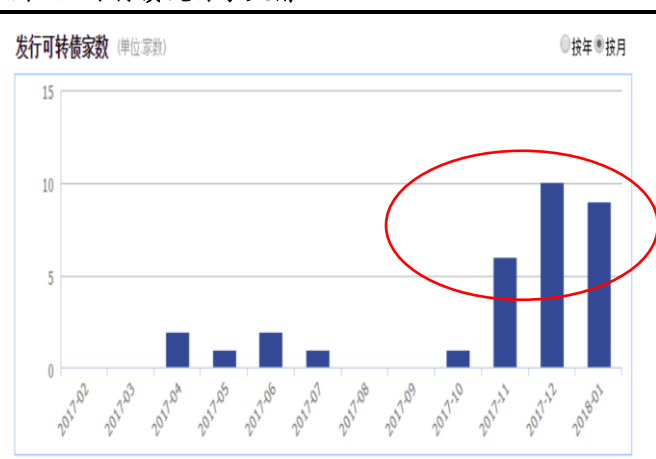
总体上 2017 年转债市场的走势可以分为 3 个阶段：1-5 月：1-4 月政策端提升转债市场扩容预期，“杀估值”，5 月股市下跌转债“杀平价”；6-8 月：估值上行，平价上行；9-12 月：转债市场如期扩容，估值继续下行，平价下跌。

图 5：转债、平价指数走势



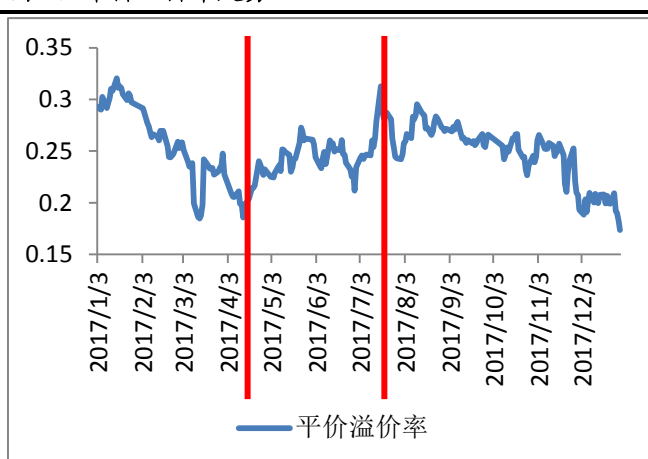
资料来源：中原证券

图 6：可转债发行家数情况



资料来源：中原证券，wind

图 7：平价溢价率走势



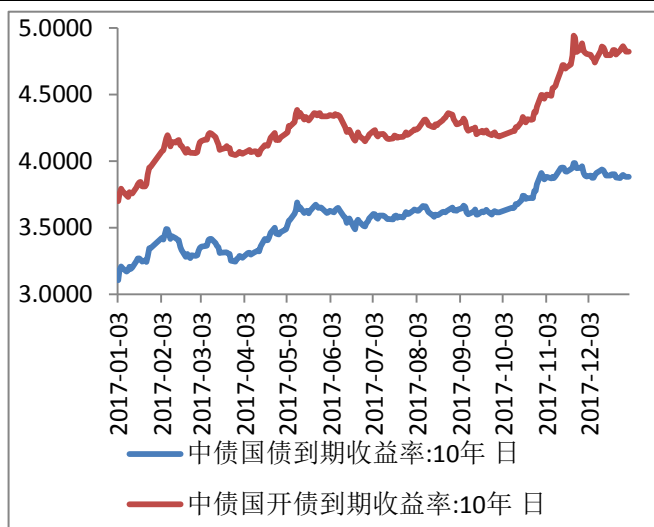
资料来源：中原证券，wind

1-5 月转债指数下跌的原因：一是受压供给扩容降低估值，二是受压股债双杀。1-4 月股市上涨进而带动平价指数上涨 6.38%，转债指数反而下跌 0.77%，1 月初平价溢价率在 30% 左右，最低下降到 4 月份的 20% 以下。原因主要是 2017 年 2 月份发布的政策限制了定增，包括对定价基准日调整为非公开发行股票发行期的首日，两次募集资金间隔不得少于 18 个月，以及发行的股份数量不得超过总股本的 20%。

4 月份以后股、债双杀。10 年期国债、国开债收益率迅速攀升，由 4 月初的 3.2730%/4.0539% 提升至 5 月末的 3.6102%/4.3367%。此外 wind 全 A 指数也由 4 月初的 4486 点下跌至 4158 点，下跌 7.31%。5 月份平价指数下跌 5.49%，转债指数下跌 7.29%。

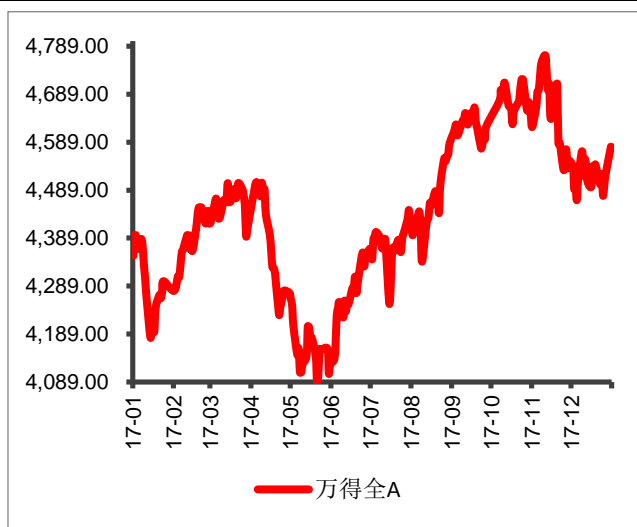
此外，5 月份转债一级市场的申购制度由资金申购转变为信用申购，不再冻结资金，转债的市场关注度也大大提高。

图 8: 国债收益率走势



资料来源：中原证券，wind

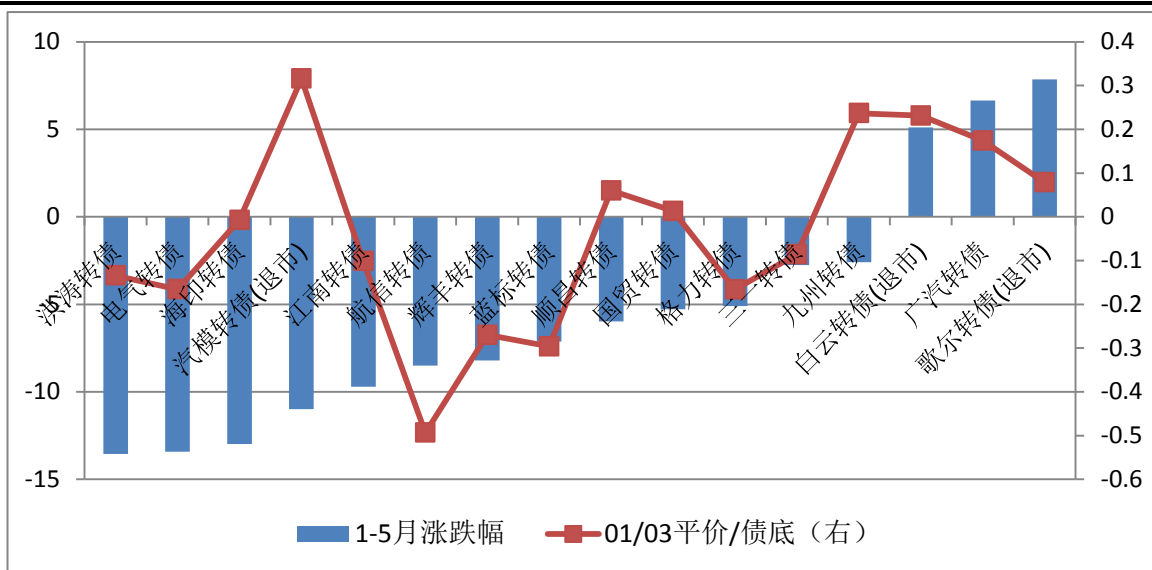
图 9: 万得全 A 走势



资料来源：中原证券，wind

个券方面的下跌幅度表现：平衡性>债性>股性。平衡性弹性大，估值下跌对此类券伤害最大。债性转债表现的更有债性，因为具有安全垫因此下跌较少。而股性转债更多考量正股走势，因此还会有个券出现上涨。汽模转债是因为主题投资炒作股价造成平价溢价率过高，跌幅较深。

图 10: 个券 1-5 月涨跌幅



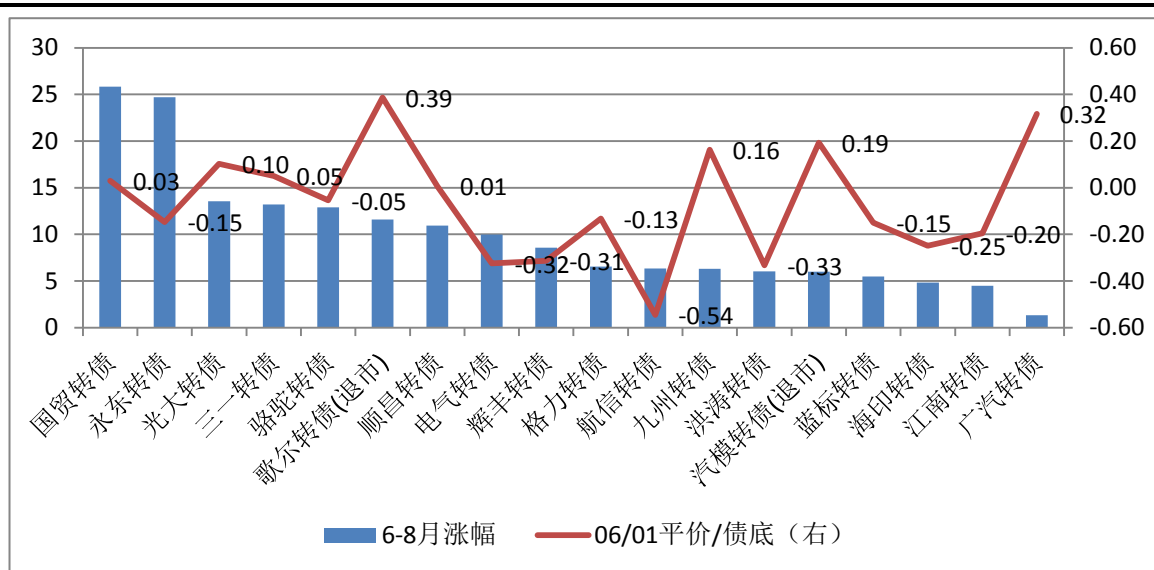
资料来源：中原证券，wind

6-8月转债阶段性走好，个券弹性占优。两个原因分别对应上一阶段：1.政策端靴子落地，2.股市走牛，wind全A指数从4000点最高涨到4700，带动平价指数上涨6.71%。这段时间估值（平价溢价率）总体上保持稳定，在21%-29%区间波动。

此外，4月份规模为300亿的光大转债发行，大规模资金对转债市场的关注度有所提升；以及前期经过下跌后个券平价溢价率已经够便宜，涨幅居前的不少转债的平价与债底的比价都在0附近，这类平衡券具有弹性。

6-8月涨幅居前的个券均属于平衡券，此外还有一些偏债的个券同样出现不少涨幅。

图 11：个券 6-8 月涨跌幅



资料来源：中原证券，wind

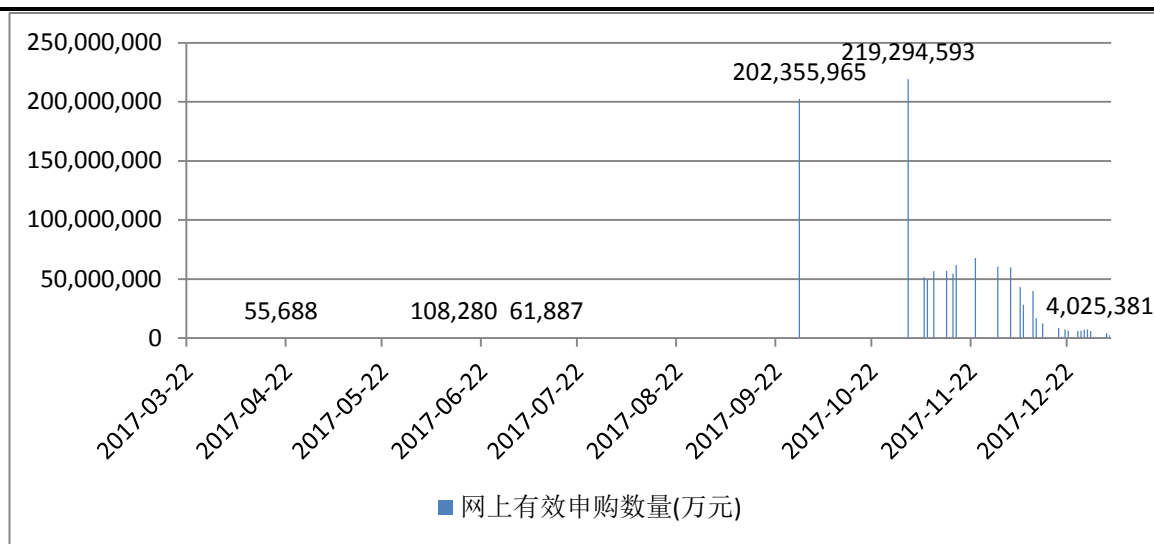
9-12月转债扩容过热后大股东出现弃购、净卖出等现象打压估值。此外平价指数下跌也近4%，转债遭遇估值与平价指数的双杀。

9月份后信用申购引发转债申购热潮，散户投资者涌入市场。申购户数由此前的1000户提升至1000000户。在狂热申购以后，11月13日上市的林洋转债首日熔断后恢复交易后涨幅30%继续熔断，11月20日上市的隆基转债首日熔断后恢复交易，最终涨幅达到30.32%。

此后11月27日嘉澳转债上市暴涨22.83%，收盘后披露大股东首日全部卖出所配售的占发行总量44.65%的转债的违规现象，次日便出现下跌17.74%，此后逐步走低。以及蓝思转债大股东弃购，部分个券上日几天出现破发，导致申购户数下降到百万户以下，中签率最高的东财转债达到0.36%。

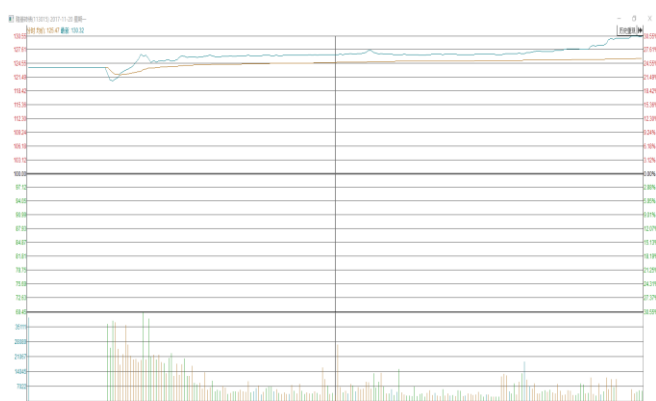
下跌幅度上观察：基本面差的平衡性>股性>债性。

图 12: 网上有效申购数量分布



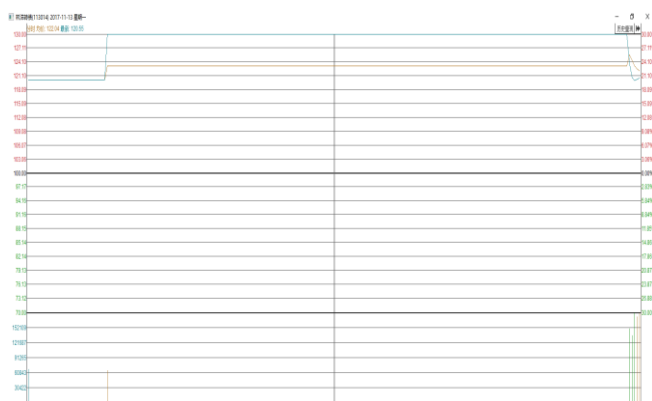
资料来源: 中原证券, wind

图 13: 隆基转债首日首日暴涨 30.32%



资料来源: 中原证券, 同花顺

图 14: 林洋转债首日首日两次熔断



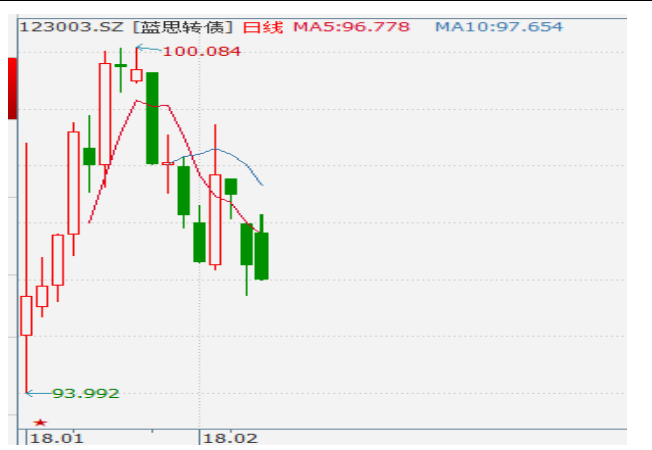
资料来源: 中原证券, 同花顺

图 15: 嘉澳转债走势情况



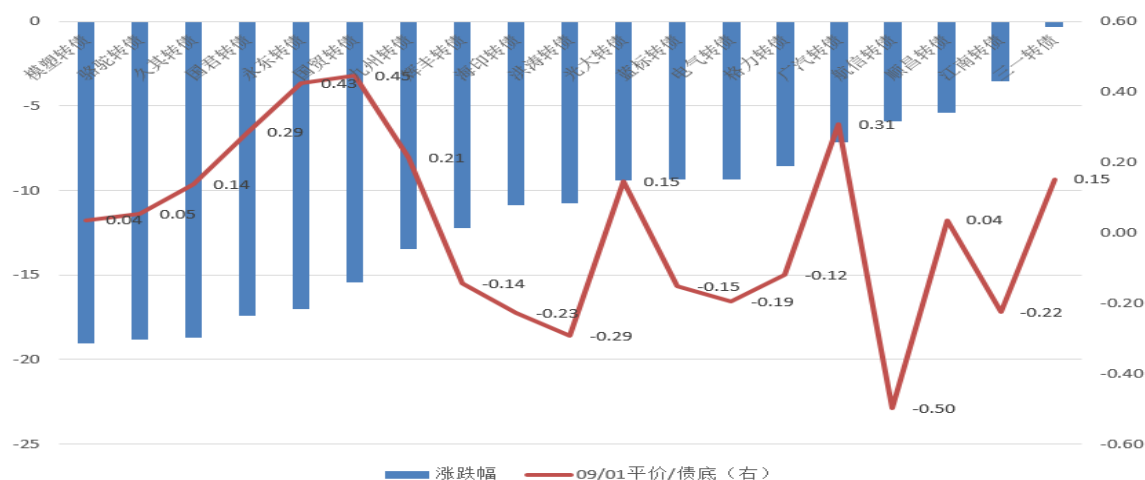
资料来源: 中原证券, wind

图 16: 蓝思转债走势情况



资料来源: 中原证券, wind

图 17: 个券 9-12 月涨跌幅



资料来源: 中原证券, wind

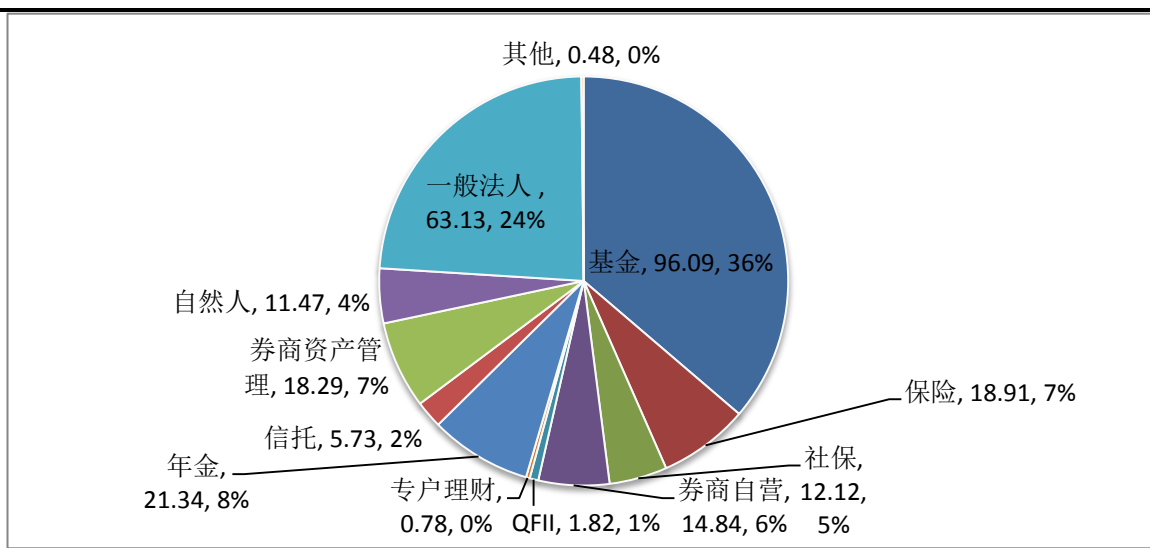
3. 转债市场的供求关系

3.1. 转债市场法人、保险持券规模上升

2016/2017 年上交所可转债市值规模为 264/694.86 亿元, 同比增加 136.35%。细分结构来看, 法人、保险持券比例大大增加, 分别由 24% 上升至 38%、7% 上升至 12%。基金持券规模由 96.09 亿元涨至 142.09 亿元, 但是占比有所缩减。

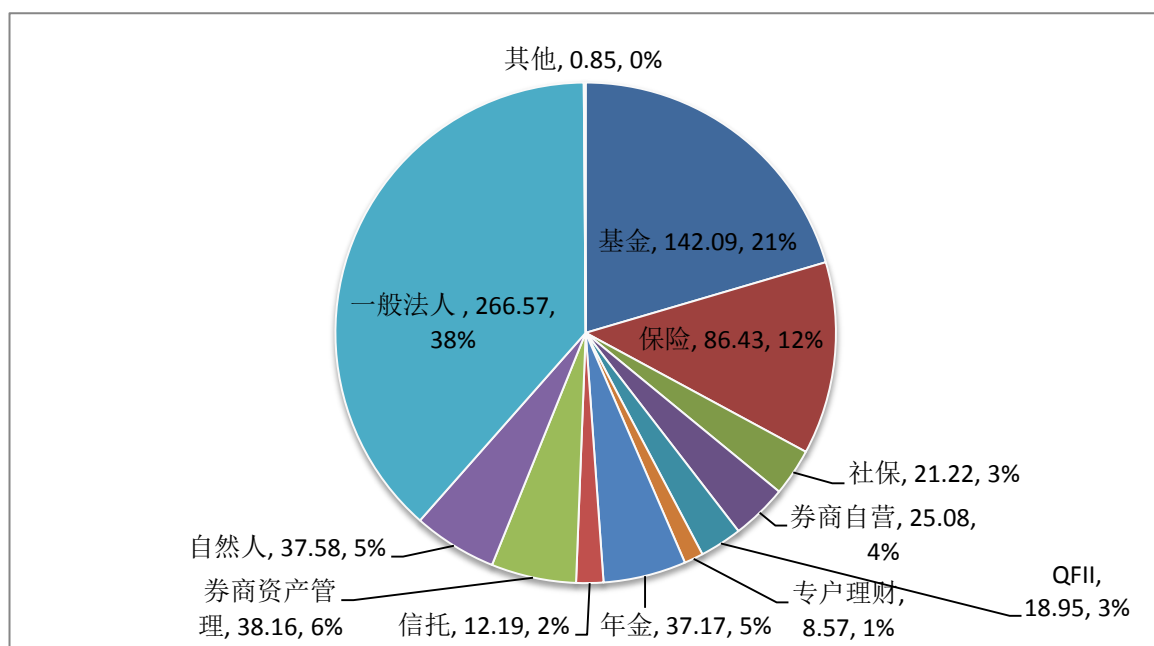
2017 年年末持有转债占比最高的前三类投资者依次为一般法人、基金、保险, 占比总和为 71%, 相较 2016 年的 67% 有所增加。

图 18: 上交所 2016 年持有可转债市值规模



资料来源: 中原证券, 上证债券信息网

图 19: 上交所 2017 年持有可转债市值规模



资料来源: 中原证券, 上证债券信息网

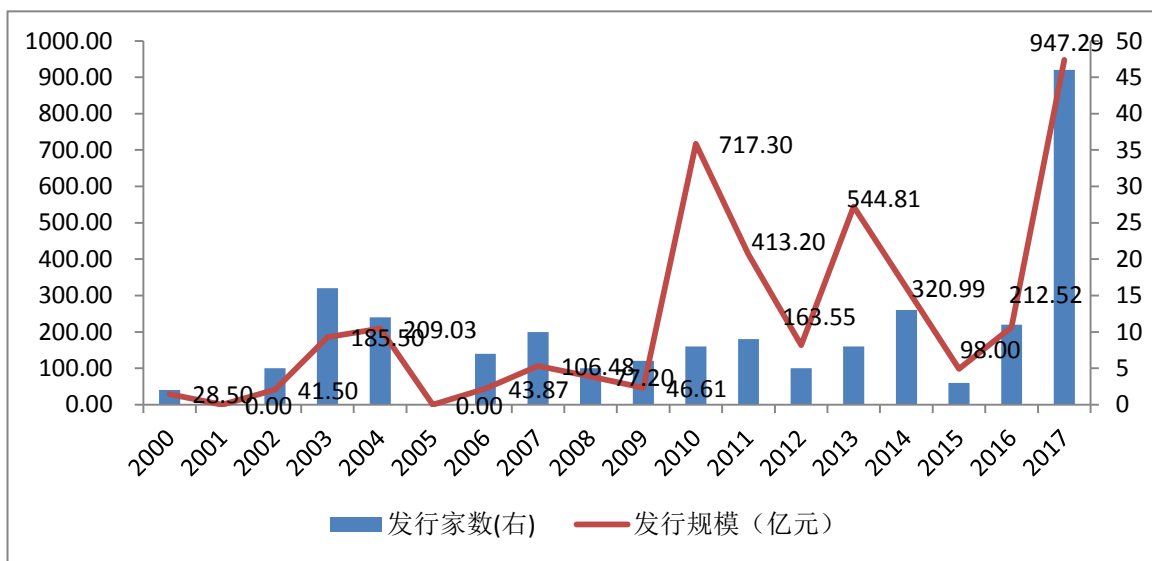
3.2. 转债市场规模将持续扩容

2017 年一共发行 46 家转债企业 (含私募), 发行规模达到 947.29 亿元, 其中 11/12 月分别发行 13/21 家, 发行规模为 137.30/364.22 亿元。原因是政策端对定向增发的条件的规范 (包括定价基准日的调整、限制募资规模和间隔等), 有融资寻求的企业转而投向转债市场。

2017 年定增发行家数、募集资金出现较大幅度的下滑。2016/2017 年定增发行家数分别为 797/487 家, 预计募集资金总额分别为 18660.87/10143.01 亿元, 发行家数、募集资金总额同比下滑 38.90%/45.65%。

预计转债/EB 市场的规模将持续增加, 对于转债市场的关注度也会相应的增加, 未来的转债市场必然是一个机会与挑战共存的市场。

图 20: 转债市场发行规模变化



资料来源：中原证券，wind

3.3. 转债供给

转债供给可以通过公开数据观测。转债市场的供给大致等于新发行-转股（上市债）-赎回（上市债）。

新发行的发行流程包括：董事会预案、股东大会（国资委）批准、证监会受理、发审委通过、证监会核准。目前已通过证监会核准等待上市的有 13 家，发行规模约 179.38 亿元。

表 2: 目前方案进度在“证监会核准”阶段的转债

公司代码	公司名称	方案进度	审核结果公告日期	证监会核准公告日	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)
002131.SZ	利欧股份	证监会核准	2017-12-04	2018-02-05	21.9755	6
603421.SH	鼎信通讯	证监会核准	2017-12-25	2018-02-05	6.0000	6
603027.SH	千禾味业	证监会核准	2017-12-25	2018-02-03	3.5600	6
000623.SZ	吉林敖东	证监会核准	2017-12-25	2018-02-02	24.1300	6
002206.SZ	海利得	证监会核准	2017-11-03	2018-01-11	10.8700	6
300568.SZ	星源材质	证监会核准	2017-11-27	2018-01-10	4.8000	6
603989.SH	艾华集团	证监会核准	2017-11-20	2018-01-03	6.9100	6
002542.SZ	中化岩土	证监会核准	2017-11-20	2017-12-30	6.0366	6
002329.SZ	皇氏集团	证监会核准	2017-11-13	2017-12-22	9.6000	6
002548.SZ	金新农	证监会核准	2017-11-20	2017-12-21	6.5000	6
601966.SH	玲珑轮胎	证监会核准	2017-11-03	2017-12-06	20.0000	5
603618.SH	杭电股份	证监会核准	2017-09-28	2017-11-17	9.0000	6
000783.SZ	长江证券	证监会核准	2017-09-05	2017-10-31	50.0000	6

资料来源：中原证券，wind

分析师声明:

本报告署名分析师声明:本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格,本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑,独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点,本人对报告内容和观点负责,保证报告信息来源合法合规。

重要声明:

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告,请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的的高风险性,独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作,本报告版权归中原证券股份有限公司(以下简称中原证券)所有,未经中原证券书面授权,任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分,不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发,本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用,需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”,且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改,引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断,本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动,过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期,本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求,任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明:

在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突,勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。