

# 从回售看条款博弈的核心

2017年10月16日

## 投资要点

- ❖ 今年是转债条款博弈风起云涌的一年，回售条款同样是博弈的重点所在，其博弈模式独具特点，本篇报告将会详细分析回售条款的博弈特性。
- ❖ **条件回售是关注重点。**可转债回售条款均是强制条款，一旦满足条款约定的触发条件发行人必须发布公告实施回售，而投资者则具有选择权是否将手中持有的标的债券回售给发行人。回售条款具体分为两类，一类是无条件回售条款，又称之为附加回售条款，另一类是条件回售条款。需要注意的是无条件回售条款是必要条款，而条件回售条款则是可选条款。条件回售条款有三大核心要素：1、回售期起始截止日。起始截止日决定了回售期的长短，与对投资者保护的力度成正比。2、触发计算时间区间与满足时间区间。不同于回售与下修触发条件设置的较为宽松，回售条款一般较为严苛，可以理解为回售是发行人不希望发生的事件。3、回售价格。条件回售价格可以得到价格的一个隐藏“底部”。**发行人力求避免回售的触发，历史上转债真正触发条件回售的次数较为有限，2006年以来一共5支转债触发了12次条件回售，而且即使触发了回售条款不少情况下投资者选择回售的比例也较低。若直接将转债回售给发行人，由于回售价格较低持有人往往会承担一定损失，相反继续持有转债还有一定的博弈可能。**
- ❖ **回售条款核心在于预期。**条件回售条款可以在正股持续下跌的背景下给予保护投资人作用，投资者损益则通过转债价格变动来体现，条件回售存在两条保护路径：1、提高发行人推升转债平价的预期；2、回售价格的托底。但是上述两条路径的需求与结果相对立，回售压力下平价上涨预期进而抬升转债价格，而回售收益率对转债价格的保护则需要一个具有吸引力的收益率水平，这就需要相对较低的转债价格。两者相比，在较强的转股预期下平价上涨预期对转债价格的保护更甚一筹，因而多数时候计算的回售收益率并不具有吸引力，真正对转债价格产生较大影响的是推升平价预期路径，这是更值得关注的核心。回售条款的价值最终能否兑现以及如何兑现存在多种方式和结果：1、发行人下修转股价。但并不是所有的下修都会推动转债价格上涨。2、发行人未下修转股价但正股股价上涨转债回售压力降低下修预期减弱。正股价格上涨转债平价随之走高，对转债价格有利。当然最终转债价格的变化还取决于正股股价的走势与转股溢价率，仍有可能出现正股上涨转债价格下跌。3、发行人未下修转股价正股也未上涨，转债一直处于极大的回售压力中。我们认为只要转债的转股预期仍在，即使长期处于回售压力中但转股价未下修股价持续疲软的标的，其转债价格依旧会因为前述路径而获得支撑，只是过程较为难熬且尴尬。**需要明确的是，无论下修还是降低回售压力并不是转债投资者的最终的诉求，实现转股退出才是终极诉求，回售条款更像是一个保底条款且并不是以触发为最佳，而是不触发时在必要阶段显示出其威力。**
- ❖ **博弈回售的三个前提条件。**基于预期的博弈拥有更多的影响因素和更大的不确定性。我们认为在回售条款博弈中应该遵循的准则是风险可控为第一位，然后再进行博弈。在博弈回售条款时，最好同时满足三项前提条件，一是勿远离回售期；二是平价位于回售触发线附近或者显著低于；三是转债价格不应明显高于回售价格。同时估算出最差情形的损失大小，在风险相对可控且能够接受潜在损失时，回售博弈才具有参与的价值。但回售条款的博弈更多是一个短期博弈获利机会，往往稍纵即逝，且绝对幅度不会太大。



## 中信证券研究部

### 明明

电话：010-60837202  
邮件：mingming@citics.com  
执业证书编号：S1010517100001

### 余经纬

电话：010-60836514  
邮件：yujingwei@citics.com  
执业证书编号：S1010517070005

## 相关研究

1. 转债基础研究系列之十一：可转债定价模型理论概述.....2017-09-19
2. 转债基础研究系列之十：股性估值的表与里.....2017-08-25
3. 转债基础研究系列之九：关于转债负溢价套利的一切.....2017-08-01
4. 转债基础研究系列之八：基于资产轮动的视角.....2017-07-19
5. 转债基础研究系列之七：变与不变—转债发行新机制初探.....2017-06-14
6. 转债基础研究系列之六：知往鉴今：什么是转债债性估值与底部.....2017-05-23
7. 转债基础研究系列之五：什么是抢权？我们需要怎样的抢权.....2017-04-25
8. 转债基础研究系列之四：转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析.....2017-04-05
9. 转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股价条款全解读.....2017-03-20
10. 可转债专题：转债基础研究系列—转债监管变革的三生三世.....2017-02-27
11. 可转债专题：转债基础研究系列—供给冲击的前世今生全解析.....2017-02-15

今年是转债条款博弈风起云涌的一年，从歌尔、白云提前赎回到蓝标转股价下修，再到最近部分个券条款博弈的预期，均对二级市场转债交易价格产生了显著影响，背后的博弈过程十分精彩。我们在《可转债基础研究系列之四——转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析》（2017-4-5）中专门对下修与提前赎回条款本身博弈进行详尽介绍，但除此之外回售条款同样是博弈的重点所在，其博弈模式独具特点，本篇报告将会详细分析回售条款的博弈特性。

## 条件回售是关注重点

**可转债回售条款均是强制条款**，一旦满足条款约定的触发条件发行人必须发布公告实施回售，而投资者则具有选择权是否将手中持有的标的债券回售给发行人。

**回售条款具体分为两类**，一类是无条件回售条款，又称之为附加回售条款，以久其转债为例大体设置为“若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。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价格回售给公司”；另一类是条件回售条款，同样以久其转债为例大体设置为“在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格低于当期转股价的 70% 时，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面值加上当期应计利息的价格回售给公司”。

**需要注意的是无条件回售条款是必要条款，而条件回售条款则是可选条款。**过往来看银行转债以及石化、国君转债这样的类大盘转债未设置条件回售条款，但从目前公告预案待发个券中越来越多的发行人开始选择不设置条件回售条款，这一对投资人托底的保护条款被进一步弱化。

**历史上无条件回售条款也偶有触发，但对转债价格并不形成明显影响，因而我们关注的重点在条件回售条款。**

目前沿用的可转债发行监管规则始于 2006 年，自 2006 年以来新发行转债的条件回售条款越来越趋于一致化。从前述条款的具体细则来看，条件回售条款有三大核心要素：

1、回售期起始截止日。起始截止日决定了回售期的长短，与对投资者保护的力度成正比。一般来看截止日均是到转债存续期的最后一天，焦点在起始日。早期发行人多设置从转股期首日或者第二个计息年度首日作为起始日，对投资者的保护程度较大，但近几年来保护力度逐渐削弱，起始日纷纷设置在倒数第二个计息年度起始日，回售期仅最后两年，这也间接导致了诸多存量规模不小但处于强债性区间成交稀少的个券。

2、触发计算时间区间与满足时间区间。不同于回售与下修触发条件设置的较为宽松，回售条款一般较为严苛，可以理解为回售是发行人不希望发生的事件。一般回售条款触发计算时间区间和满足时间区间均设置为 30 天。

3、回售价格。条件回售价格可以得到价格的一个隐藏“底部”。转债的回售价格向来较低，一般设置为面值加上应计利息或者约定 103 元类似的设计，通过回售价格可以计算得到一个潜在的回售收益率水平，一般会高于正常到期收益率。需要指出的是公募可交换债需要更加注意回售收益率，由于部分公募可交换债发行时存在一定的初始溢价，往往会设置一个较高的回售价格，从而具有更高的回售收益率。

发行人力求避免回售的触发，历史上转债真正触发条件回售的次数较为有限，2006 年以来一共 5 支转债触发了 12 次条件回售，而且即使触发了回售条款不少情况下投资者选择回售的比例也较低。若直接将转债回售给发行人，由于回售价格较低持有人往往会承担一定损失，相反继续持有转债还有一定的博弈可能。

表 1：2006 年以来条件回售触发列表

代码	简称	发行公告日	发行规模（亿）	回售触发条件	回售价（元）	条件回售起始日	回售期距起息日（年）	条件回售公告日（回售张数）
110078.SH	澄星转债	2007-04-27	4.40	70%,20/20	105	2007-11-10	0.5	2008-10-14 (964910)
110227.SH	赤化转债	2007-10-08	4.50	70%,30/30	103	2008-04-10	0.5	2008-09-24 (-) 2008-07-29 (12) 2009-02-23 (10)
125709.SZ	唐钢转债	2007-12-11	30.00	70%,30/30	100+利息	2008-06-14	0.5	2010-03-12 (-) 2011-01-27 (2) 2012-02-04 (1)
110003.SH	新钢转债	2008-08-19	27.60	70%,30/30	103	2011-08-21	3	2013-08-02 (24150)
126729.SZ	燕京转债	2010-10-13	11.30	70%,30/30	102	2011-04-15	0.5	2012-01-17 (2622681)
110009.SH	双良转债	2010-04-29	7.20	70%,30/30	103	2010-11-04	0.5	2011-09-06 (6487710) 2012-06-15 (205820) 2013-07-19 (9260)

资料来源：Wind，中信证券研究部

## 回售条款核心在于预期

条件回售条款（下简称为回售条款）可以在正股持续下跌的背景下给予保护投资人作用，投资者损益则通过转债价格变动来体现，条件回售存在两条保护路径：

1、提高发行人推升转债平价的预期，我们在《可转债基础研究系列之四——转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析》中明确阐明在面临回售压力时多数发行人会选择下修转股价抬升平价，亦或是正股价格上涨带来平价走高。正由于回售条款是强制条款这一“紧箍咒”，促使发行人更加关注正股价格波动以及下修选择权。

2、回售价格的托底，一般而言转债的底部是纯债价值，通过纯债的现金流进行贴现，当转债面临回售压力时贴现的现金流变成了回售现金流，由于离回售期更短，多数回售价格也不低于到期赎回价格，因而回售债底往往高于纯债债底。

但是上述两条路径的需求与结果相对立，回售压力下平价上涨预期进而抬升转债价格，而回售收益率对转债价格的保护则需要一个具有吸引力的收益率水平，这就需要相对较低的转债价格。两者相比，在较强的转股预期下平价上涨预期对转债价格的保护更甚一筹，因而多数时候计算的回售收益率并不具有吸引力，真正对转债价格产生较大影响的是推升平价预期路径，这是更值得关注的核心。

回售条款的价值最终能否兑现以及如何兑现存在多种方式和结果：

1、发行人下修转股价。我们在《可转债基础研究系列之四——转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析》中最转债转股价下修对转债价格的影响进行了详细分析。但并不是所有的下修都会推动转债价格上涨。

2、发行人未下修转股价但正股股价上涨转债回售压力降低下修预期减弱。正股价格上涨转债平价随之走高，对转债价格有利。当然最终转债价格的变化还取决于正股股价的走势与转股溢价率，仍有可能出现正股上涨转债价格下跌。

3、发行人未下修转股价正股也未上涨，转债一直处于极大的回售压力中。我们认为只要转债的转股预期仍在，即使长期处于回售压力中但转股价未下修股价持续疲软的标的，其转债价格依旧会因为前述路径而获得支撑，只是过程较为难熬且尴尬。特别临近到期时若发行人依旧未有表示转债价格可能出现压力，此时则需要关注转债的债性特征。从过往来看，2006 年有五支转债最后以到期结束生命周期，但多数都做出了努力尽量避免回售或者到期的发生。

表 2：2006 年以来 5 支转债到期

代码	简称	发行公告日	条件回售公告日	实施转股价下修日
110078.SH	澄星转债	2007-04-27	2008-10-14	
125709.SZ	唐钢转债	2007-12-11	2008-07-29	
			2009-02-23	
			2010-03-12	
			2011-01-27	
			2012-02-04	
110003.SH	新钢转债	2008-08-19	2013-08-02	2011-12-23 2012-09-19 2013-05-08
110007.SH	博汇转债	2009-09-21		2012-10-31 2014-07-16
110009.SH	双良转债	2010-04-29	2011-09-06 2012-06-15 2013-07-19	2011-10-10

资料来源：Wind，中信证券研究部

需要明确的是，无论下修还是降低回售压力并不是转债投资者的最终的诉求，实现转股退出才是终极诉求，回售条款更像一个保底条款且并不是以触发为最佳，而是不触发时在必要阶段显示出其威力。

在基于预期的环境下博弈回售条款充满不确定性，因而需要进一步分析探究。

## 博弈回售的三个前提条件

基于预期的博弈拥有更多的影响因素和更大的不确定性。我们认为在回售条款博弈中应该遵循的准则是风险可控为第一位，然后再进行博弈。

条款博弈的最终通过转债价格的波动来体现损益，因此在条件回售条款博弈中依旧重点关注股价波动的风险和相应的时间成本，以及转债价格。

回售条款博弈的前提是基于回售压力，因此回售压力越大越容易推动发行人采取必要的措施。正股股价（平价）的高低是回售压力大小的核心因素，越接近于触发线更佳。此外标的转债所处的时间段也同样重要，若处于回售期之内则必然受到回售条款的影响，若处于回售期之外则离回售期起始日越近越好，此时回售期虽尚未到来但基于一定预期回售压力已经开始展现，远离回售起始日此类预期较弱对应的时间成本更高，同时期间的正股波动也会带来一定的不确定性。

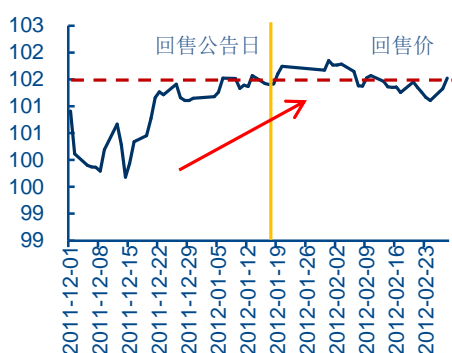
进一步需要关注转债价格，价格高低决定了博弈参与成本。我们认为在分析潜在可能的获利之前需要明确最差情形下博弈的损失。前提是判断回售触发的概率高低，这决定了转债价格所包含的下修预期以及回售预期大小。在回售压力下，转债价格将极有可能回归到回售



价格之上，可以将回售价格看成一个隐含的“底部”，若进一步叠加下修预期则转债价格的回升可能更为明显但安全垫更薄弱（可以参考《可转债基础研究系列之四——转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析》中下修的成功和被否的例子）。最差的情况则是转债价格里所蕴含的下修和回售预期被削弱，例如正股小幅上涨或是下修预案被否，转债价格反而可能出现下跌，但此时可以根据市场当时情形估算出最差情况潜在的损失大小。因此参与博弈回售条款时转债价格不因显著高于回售价格这个“底线”。

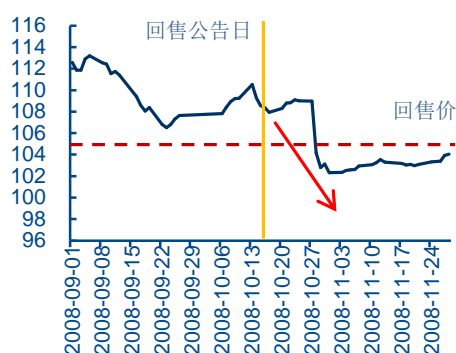
在博弈回售条款时，最好同时满足三项前提条件，一是勿远离回售期；二是平价位于回售触发线附近或者显著低于；三是转债价格不应明显高于回售价格。同时估算出最差情形的损失大小，在风险相对可控且能够接受潜在损失时，回售博弈才具有参与的价值。但回售条款的博弈更多是一个短期博弈获利机会，往往稍纵即逝，且绝对幅度不会太大。

图 1：燕京转债回售条款对转债价格的支撑



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：澄星转债价格过高的博弈风险



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。**