

# 什么是抢权？我们需要怎样的抢权？

2017 年 4 月 25 日

## 投资要点

- ❖ 前四篇基础系列研究从可转债监管规则、条款设置以及对股价的冲击等角度进行了详尽的分析，基于历史数据与当前市场环境我们得到了诸多重要结论。本篇基础系列之五聚焦于转债一级市场的前端，关注转债发行前的抢权策略，力求回答转债作为股债结合产品其与正股之间的联动关系如何，该怎样把握相关机会等一系列问题。
- ❖ **当我们谈论抢权时我们在谈论什么？** 转债抢权抢的是原股东的转债优先配售权。我们将抢权流程进一步标准化，将其操作风险划分为两部分：一是买入正股的损益，二则是转债优先配售的损益。我们将 2006 年以来 86 支设置有优先配售环节转债的配售比例标准化。以权重计算，正股波动影响抢权最终收益的 90% 以上，虽然转债带来近乎无风险的潜在正收益，但对最终损益的结果影响较为有限。**基于上述数据我们认为，绝大多数所谓的抢权其实博取的是正股的收益，转债获利占比微乎其微，当我们谈论抢权时实质上是在讨论通过正股获利。**
- ❖ **看得见的抢权性价比有限。** 我们计算了 2006 年以来 86 支转债抢权的收益情况，83 支可获有效数据的个券中，仅 39 支（占比 46.99%）录得正收益，并不具有明显的倾向性。分解来看转债部分潜在收益几乎全部为正，正股部分收益为负数占比明显较多，83 次有效数据中正股损益为正的仅有 18 次（占比 21.69%），可以认为股权登记日后正股大概率面临一定的抛压。将抢权简化来看，其实质是投资者付费购买一项权利，**理论角度费用加上潜在收益应该趋近于零值，这样“看得见”抢权策略胜率并不应该明显的偏向一方，也与我们通过历史数据计算得到的结果相吻合。**再进一步，根据历史数据，提前买入正股，在股权登记日当天卖出的策略获胜的概率依旧没有明显的高于 50%，即使和正股对应的板块指数相比较也是如此，仅好于在股权登记日后卖出。**可以认为转债的正股抢权带来的股价提振作用极为有限。**总结来看，针对转债过审后数个时点进行抢权并没有明显的胜率，即使单单博弈正股抢权效应也难以明显胜过指数，且时间窗口较短。**因此我们并不建议投资者去广泛参与这样公告后“看得见”的抢权模式，更加可行的策略是在牛市中通过转债优先配售权来增厚股票部分的收益。**
- ❖ **抢权策略的两种进化路径。**既然“看得见”的抢权并非好的选择，也侧面说明博取短期超额收益的难度较大，因此我们拉长时间段，提供两种基于转债抢权策略的进阶模式。**进阶策略一：发行人推高股价提升初始转股价。**基于发行人有意提高初始换股价来降低稀释率的前提，我们认为可以在搏击发行之前的正股向上收益，随着待发个券数量增多，具有类似机会的正股数量也会随之增多，投资者核心把握了解发行人意图同时把握好节奏两方面，一般并不建议过早埋伏，但发行前 1 个月至 2 个月或是较好的时间窗口。**进阶策略二：享受正股高速增长期的红利。**转债融资需要明确相应的募投项目，得益于转债募投项目的助推，转债正股可能正处于高速增长期，因此部分正股在转债预案公告时或已开启上行周期。我们认为可以在转债待发正股列表中选取相应资质较好标的，在预案公告时便介入享受正股高速增长期的红利，这一进阶策略随着转债待发标的增多变得更具有可行性。
- ❖ 总结来看进阶策略并非简单地适用于所有待发个券适用，其关键核心都是筛选，只是有两种不同的逻辑以及操作窗口期。无论如何抢权策略是相对复杂的，其投资者分析与预判正股的能力提出了更高的要求。



## 中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

章立聪

电话：021—20262132

邮件：zhanglicong@citics.com

执业证书编号：S1010514110002

联系人：余经纬

电话：010-60836745

邮件：yujingwei@citics.com

## 相关研究

1. 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
2. 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
3. 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
4. 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

## 目录

当我们谈论抢权时我们在谈论什么 .....	1
看得见的抢权性价比有限 .....	2
“看得见”的抢权收益不具有明显倾向性 .....	2
博弈正股亦难以明显跑赢指数 .....	3
抢权策略的两种进化路径 .....	3
进阶策略一：发行人推高股价提升初始转股价 .....	3
进阶策略二：享受正股高速增长期的红利 .....	4

## 插图目录

图 1：标准化后的抢权流程 .....	1
图 2：标准程序下抢权收益并无倾向性 .....	2
图 3：单纯博弈正股依旧风险较大 .....	3
图 4：ROE 增速呈下降趋势 .....	5
图 5：EPS 同样呈下降趋势 .....	5

## 表格目录

表 1：正股波动决定最终收益 .....	1
表 2：不同时间段下的抢权收益 .....	3
表 3：发行公告日前 30 日显著跑赢指数部分正股 .....	4
表 4：董事会预案日到发行日显著跑赢指数部分正股 .....	4

前四篇基础系列研究从可转债监管规则、条款设置以及对股价的冲击等角度进行了详尽的分析，基于历史数据与当前市场环境我们得到了诸多重要结论。现在则需更进一步，在条款辨析的基础上研究转债市场一些成型的策略。本篇基础系列之五将聚焦于转债一级市场的前端，关注转债发行前的抢权策略，力求回答转债作为股债结合产品其与正股之间的联动关系如何，该怎样把握相关机会等一系列问题。

## 当我们谈论抢权时我们在谈论什么

转债抢权抢的是原股东的转债优先配售权。绝大多数转债在发行时均给予原股东一定优先配售转债的权利（也有特例），这项权利的吸引在于优先配售转债免去了转债打新中签率极低的烦恼，能够充分享受转债上市带来的近乎无风险的溢价收益。

从最基础的抢权流程来看，转债发行公告日后次日是股权登记日，投资者在股权登记日当天或前一天买入正股，持有至股权登记日可获得转债配售权，最后分别出售正股与转债坐实损益。我们将流程进一步标准化，假设投资者在股权登记日当日买入正股，股权登记日次日（T 日）卖出，优先配售获得的转债在上市首日卖出。整体损益的计算公式如下：

$$\text{抢权收益} = \text{正股价值} \times \text{正股涨跌幅} + \text{正股价值} \times \text{转债优先配售比例} \times \text{转债上市涨跌幅}$$

图 1：标准化后的抢权流程



资料来源：Wind，中信证券研究部

这一系列标准化操作的风险来自于两部分，一是买入正股的损益，二则是转债优先配售的损益。

转债优先配售比例决定两部分风险所占权重，其实优先配售比例类似于打新中签率的概念，只不过这个“中签率”大概率远高于打新的中签率。我们将 2006 年以来 86 支设置有优先配售环节转债的配售比例标准化，每 100 元正股配售转债价值的均值与中位数均在 10 元附近。以权重计算，正股波动影响抢权最终收益的 90% 以上，虽然转债带来近乎无风险的潜在正收益，但对最终损益的结果影响较为有限。

表 1：正股波动决定最终收益

	平均值	1/4 中位数	1/2 中位数	3/4 中位数
每百元正股配售比例	10.55	6.52	9.91	18.29
正股权重	90.68%	84.54%	90.98%	93.88%

资料来源：wind，中信证券研究部；

基于上述数据我们认为，绝大多数所谓的抢权其实博取的是正股的收益，转债获利占比微乎其微，当我们谈论抢权时实质上是在讨论通过正股获利。

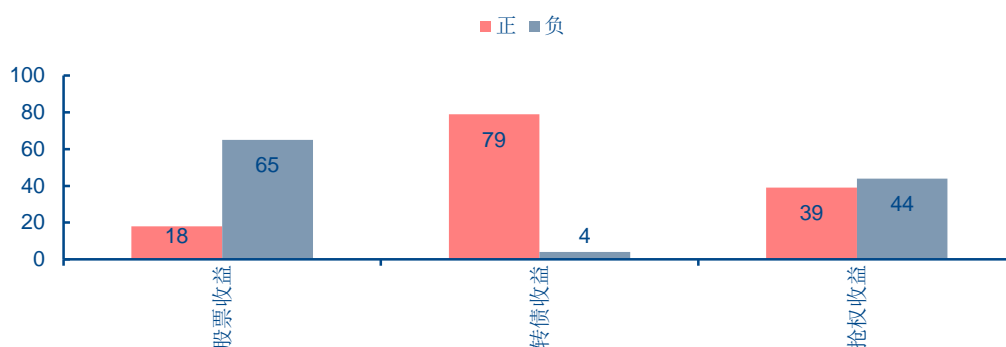
## 看得见的抢权性价比有限

### “看得见”的抢权收益不具有明显倾向性

根据前述抢权公式我们计算了 2006 年以来 86 支转债抢权的收益情况，其中有 3 支由于正股或转债停牌而被剔除，涨跌幅按照均值买入卖出假定测算，最后结果并不乐观。**83 支可获取有效数据的个券中，仅 39 支（占比 46.99%）录得正收益，并不具有明显的倾向性。**

分解来看转债部分潜在收益几乎全部为正，正股部分收益为负数占比明显较多，83 次有效数据中正股损益为正的仅有 18 次（占比 21.69%），**可以认为股权登记日后正股大概率面临一定的抛压。**

图 2：标准程序下抢权收益并无倾向性



资料来源：Wind，中信证券研究部

将抢权简化来看，其实质是投资者付费购买一项权利，此项权利的潜在收益是转债上市价与面值的价差，可以通过对转债上市价格预估而计算，因此理性投资者愿意为这项权利付出的费用只要不高于此潜在收益即可，这项费用则是买入卖出正股的价差。**理论角度费用加上潜在收益应该趋近于零值，这样“看得见”的抢权策略胜率并不应该明显的偏向一方，也与我们通过历史数据计算得到的结果相吻合。**

从时间维度来看，仅在牛市阶段诸如 2007 年 2014 年抢权收益为正的较高，此时正股与转债可能形成共振均录得正收益。牛市阶段转债上市价格高企，其收益率的弹性高于正股，可以有效的弥补转债部分权重较低的问题，因此在牛市背景下抢权大概率可以有效的增强收益。

由于前述标准化操作流程限制较多，我们放宽一部分条件进行测算。

就抢权正股部分而言，实际操作中可选的提前买入时间点有四个，一是发审会审批通过日；二是获得批文日（值得注意的是无论是发审会通过或是获得批文都无法准确预估具体发行时点，且历史上存在多次过会或是获得批文后转债发行暂停的情况）；三是发行公告日，此时为股权登记日前一日；四是股权登记日当天。转债部分我们也分别计算了于首日、五日、十日卖出这三种策略。最后无论采用何种计算方式对实际结果也无太多影响。

表 2：不同时间段下的抢权收益

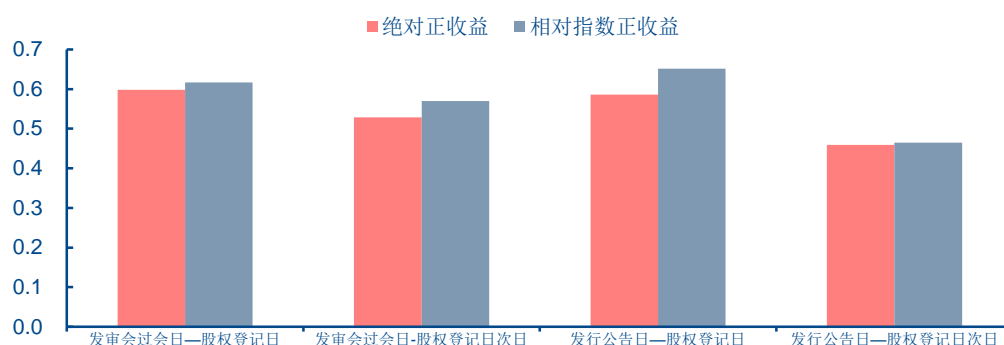
	首日	五日	十日
发审会过会	51.81%	51.81%	54.22%
获得批文	56.52%	56.52%	56.52%
发行公告日	41.46%	39.02%	40.24%
股权登记日	46.99%	46.99%	49.40%

资料来源：wind，中信证券研究部

## 博弈正股亦难以明显跑赢指数

再进一步，由于我们发现股权登记日后正股面临抛压大概率下跌，那么是否可以提前买入正股，在股权登记日当天卖出，来博弈正股的正向抢权效应收益呢？标准化的操作路径是过会后或者发行公告日当日买入，股权登记日当日卖出。但根据历史数据，此类策略获胜的概率依旧没有显著高于 50%，即使和正股对应的板块指数相比较也是如此，仅优于在股权登记日后卖出。因此，可以认为转债的正股抢权带来的股价提振作用极为有限。

图 3：单纯博弈正股依旧风险较大



资料来源：Wind，中信证券研究部

总结来看，针对转债过审后数个时点进行抢权并没有明显的胜率，主要受制于股票波动较大，且股权登记日后的抛压较重，即使单单博弈正股抢权效应也难以明显胜过指数，且时间窗口较短。因此我们并不建议投资者去广泛参与这样公告后“看得见”的抢权模式，更加可行的策略是在牛市中通过转债优先配售权来增厚股票部分的收益。

## 抢权策略的两种进化路径

既然“看得见”的抢权并非好的选择，也侧面说明博取短期超额收益的难度较大，因此我们拉长时间段，提供两种基于转债抢权策略的进阶模式。前述我们已经阐明，所谓的转债抢权其实核心是博弈股票的损益，所以两种进化策略也是针对转债发行流程中如何通过筛选抓住正股的正向收益来实现的。

### 进阶策略一：发行人推高股价提升初始转股价

这一逻辑的成立基于几点前提或历史经验。首先转债初始转股价设置基本贴近规则下限，在《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》报告中，我们基于历史数据发现绝大多数发行人会选择规则下限设置初始换股价；其次发行人有意提高初始换股价来降低稀释率，发行转债会摊薄原股东收益，虽然原股东可以优先配售后转股来维持持股比例，



但大多发行人选择优配后减持来赚取近乎于无风险的收益；最后需要对发行时点进行预判，根据前述我们知道发审会后并不存在明显超额收益，因此发行人更有可能提前推高股价，预判发行节奏由此变得十分重要。

我们无法去回溯历史发行人的意愿，因此我们仅提供历史上部分个券正股在发行前显著跑赢板块指数的例子。

表 3：发行公告日前 30 日显著跑赢指数部分正股

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	正股行业	发行公告日	公告日前 30 日正股涨幅	公告日前 30 日指数涨幅
113501.SH	洛钼转债	603993.SH	洛阳钼业	材料	2014-11-28	26.66	8.59
110035.SH	白云转债	600004.SH	白云机场	工业	2016-02-24	8.15	-3.84
113010.SH	江南转债	601199.SH	江南水务	公用事业	2016-03-16	16.84	-2.92
128012.SZ	辉丰转债	002496.SZ	辉丰股份	材料	2016-04-18	31.88	13.42
128013.SZ	洪涛转债	002325.SZ	洪涛股份	工业	2016-07-27	19.29	4.21

资料来源：wind，中信证券研究部；选用 wind 一级行业

我们认为随着待发个券数量增多，具有类似机会的正股数量也会随之增多，但核心在于两个方面：了解发行人意图的同时把握好节奏。一般并不建议过早埋伏，但发行前 1 个月至 2 个月或是较好的时间窗口。

## 进阶策略二：享受正股高速增长期的红利

转债融资需要明确相应的募投项目，表明发行人有可能处于一轮扩张周期之中。一般而言在转债预案公告时，相应的募投项目已经开始使用投资建设，待转债实质发行后替换先期投入的资金。

得益于转债募投项目的助推，转债正股可能正处于高速成长期，因此部分正股在转债预案公告时或已开启上行周期，待转债发行时初始换股价会自然高于预案公告时，从而降低稀释率。

同样，表 4 提供了历史上部分个券正股在预案日至发行公告日间显著跑赢板块指数的实例。

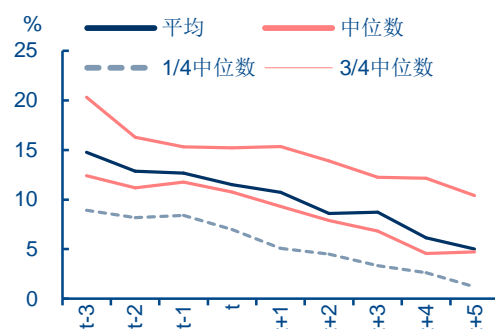
表 4：董事会预案日到发行日显著跑赢指数部分正股

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	正股行业	董事会预案日	发行公告日	正股涨幅	指数涨幅
113008.SH	电气转债	601727.SH	上海电气	工业	2014-06-06	2015-01-29	218.29	52.45
113009.SH	广汽转债	601238.SH	广汽集团	可选消费	2015-08-01	2016-01-20	11.05	-5.97
128010.SZ	顺昌转债	002245.SZ	澳洋顺昌	工业	2015-08-04	2016-01-20	18.27	-34.95
113010.SH	江南转债	601199.SH	江南水务	公用事业	2014-12-30	2016-03-16	78.93	5.09

资料来源：wind，中信证券研究部；选用 wind 一级行业

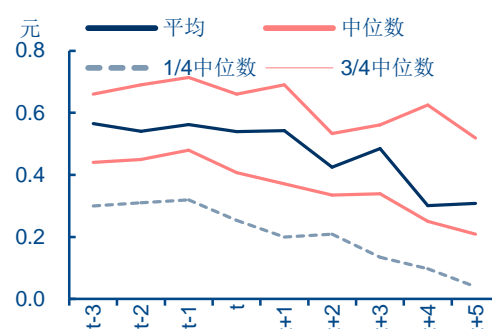
进一步统计 2006 年以来转债个券发行前后数年正股的加权净资产收益率以及每股净利润指标，无论是平均数或是中位数角度来看，发行当年及前三年上述指标中枢均明显高于发行后五，这从侧面表明正股公司在发行前大概率具有更为靓丽的业绩。

图 4：ROE 增速呈下降趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部，t 为发行当年

图 5：EPS 同样呈下降趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部，t 为发行当年

我们认为可以在转债待发正股列表中选取相应资质较好的标的，在预案公告时点便介入享受正股高速增长期的红利，这一进阶策略随着转债待发标的增多变得更具有可行性。

总结来看进阶策略并非简单地适用于所有待发个券，其关键核心是筛选，只是有两种不同的逻辑以及操作窗口期。不管怎样，抢权策略相对复杂，其投资者分析与预判正股的能力提出了更高的要求。

## 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 CLSASingaporePteLtd（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。