

可转债专题之一

历史已退市可转债分析：可转债收益源自何处？

报告摘要：

自1992年宝安转债上市以来，可转债在我国已经走过了25年的历史，期间可转债市场经历过繁荣，也有过停滞。2017年债券市场较为低迷，但仍有6只债券型基金的收益率超过10%，其中的4只将可转债作为其债券的主要投资品种。在18年转债发行规模大幅上升的背景下，基金投资转债的规模还有较大的上升空间。

历史数据显示，绝大多数转债持有人以转股的形式退出。2010年以前，单只可转债发行金额相对较小；2010年之后，得益于银行与其他大型上市公司发行规模较大的可转债，转债发行规模扩大。在所有行业中，银行业发行的可转债规模最大。绝大部分转债持有人以转股的形式退出。可转债的退出时间与股市的总体表现有一定的相关性，在股市表现较好的2007年与2015年，有更多的可转债选择退出。

可转债价格与正股价格相关性较高。对已退市的107只可转债的价格与其正股价格的相关系数进行计算，统计结果显示已退市可转债的转债价格与正股价格高度相关。其中41只可转债价格与正股价格相关系数在0.95以上，19只可转债价格与正股价格相关系数在0.90与0.95之间。部分可转债价格与正股价格相关系数较低，其主要原因为：当正股股价持续下跌甚至大幅度低于转股价时，对于转债而言，由于债底以及债底相关条款的保护，转债价格有一定支撑，此时转债和正股走势不一致，相关系数减弱。

高收益转债依赖正股行情，投资者在股价持续上涨时通过转股实现高收益。按照以上市首日收盘价计算的收益率排序，我们将收益率排名前20的可转债定义为高收益可转债，根据相关计算方法得出的最终收益率均在60%以上。高收益转债所属行业较为分散，与行业相关性不大，但它们的转债价格与正股价格相关系数较大。当正股价格持续上涨时，转债持有人及时转股。转债市场的牛市也是股票市场的牛市。

转股比例低、转股时间过早、上市首日转债价格过高、股价高点时未及时转股等，是造成转债低收益的主要原因。造成转债低收益的原因多种多样，主要原因有：转股比例低，转债持有人只能选择以回售、提前赎回或者到期赎回等价格较低的方式退出；转股时间过早，未能将存续期内股价的良好表现转化为持有人的收益；上市首日转债价格过高，一级市场投资者获得了转债的大部分收益；股价高点时未及时转股。

除高收益转债和低收益转债外，大部分转债收益率处于中间位置。该部分转债情况各不相同：部分价格与正股价格相关系数较低，通过条款博弈获得了较高收益；部分转债持有人没有把握住股价高点，错过了最佳收益；部分转债上市首日转债价格上升较多，吸收了部分转债的收益；少数转债未转股比例过高。

相关报告

《东北证券信用债周报：净融资大幅增加，利差走扩趋势减缓》

2018-02-11

《东北证券信用债周报：融资额环比回升，利差走扩趋势放缓》

2018-02-05

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0550517090001

联系人：邹坤

执业证书编号：S0550518010025

010-58034586 zoukun@nesc.cn

目录

1. 引言.....	7
2. 历史已退市转债基本情况.....	8
2.1. 转债发行基本情况.....	8
2.2. 分行业转债发行占比.....	9
2.3. 转债上市首日表现.....	10
2.4. 已退市转债存续期间价格与正股股价相关系数统计.....	11
2.5. 转债退出方式及时间.....	11
3. 历史高收益可转债分析.....	14
4. 低收益可转债.....	14
4.1. 转股比例低.....	14
4.2. 转股时间过早.....	15
4.3. 上市首日转债价格较高造成低收益.....	15
4.4. 股价高点时未及时转股造成低收益.....	16
5. 其他可转债.....	16
5.1. 转债价格与正股价格相关系数较低.....	16
5.2. 转股时点的选择.....	17
5.3. 上市首日价格对收益率影响.....	17
5.4. 未转股比例较高可转债.....	18

图表目录

表 1: 收益前五债券型基金前五大债券持仓情况	7
表 2: 已退市转债中银行发行转债基本情况	10
表 3: 转债退出方式	11
表 4: 高收益转债基本信息	14
表 5: 低收益转债中转股比例较低转债基本信息	15
表 6: 低收益转债中转股时间较早转债基本信息	15
表 7: 低收益转债中上市首日收盘价较高的转债基本信息	15
表 8: 低收益转债中未及时转股转债基本信息	16
表 9: 价格相关系数较低转债基本信息	17
表 10: 未准确把握转股时点转债基本信息	17
表 11: 上市首日收盘价较高转债基本信息	17
表 12: 未转股比例较高转债基本信息	18
表 13: 通鼎转债对应正股基本信息	19
表 14: 海化转债对应正股基本信息	19
表 15: 招商转债对应正股基本信息	20
表 16: 海直转债对应正股基本信息	21
表 17: 深机转债对应正股基本信息	21
表 18: 国电转债对应正股基本信息	22
表 19: 凯诺转债对应正股基本信息	23
表 20: 韶钢转债对应正股基本信息	24
表 21: 上电转债对应正股基本信息	24
表 22: 晨鸣转债对应正股基本信息	25
表 23: 营港转债对应正股基本信息	26
表 24: 国金转债对应正股基本信息	26
表 25: 天药转债对应正股基本信息	27
表 26: 徐工转债对应正股基本信息	28
表 27: 海运转债对应正股基本信息	29
表 28: 平安转债对应正股基本信息	29
表 29: 齐峰转债对应正股基本信息	30
表 30: 齐翔转债对应正股基本信息	31
表 31: 华发转债对应正股基本信息	32
表 32: 歌华转债对应正股基本信息	33
表 33: 国投转债对应正股基本信息	33
表 34: 博汇转债对应正股基本信息	34
表 35: 吉视转债对应正股基本信息	35
表 36: 澄星转债对应正股基本信息	36
表 37: 双良转债对应正股基本信息	36
表 38: 唐钢转债对应正股基本信息	37
表 39: 邯钢转债对应正股基本信息	38
表 40: 华电转债对应正股基本信息	39
表 41: 万科转 2 对应正股基本信息	39
表 42: 国电转债对应正股基本信息	40
表 43: 大荒转债对应正股基本信息	41

表 44: 山鹰转债对应正股基本信息	42
表 45: 汽模转债对应正股基本信息	42
表 46: 王府转债对应正股基本信息	43
表 47: 赤化转债对应正股基本信息	44
表 48: 锡业转债对应正股基本信息	45
表 49: 燕京转债对应正股基本信息	46
表 50: 中鼎转债对应正股基本信息	47
表 51: 歌华转债对应正股基本信息	47
表 52: 中海转债对应正股基本信息	48
表 53: 海马转债对应正股基本信息	49
表 54: 丝绸转 2 对应正股基本信息	50
表 55: 恒源转债对应正股基本信息	50
表 56: 华西转债对应正股基本信息	51
表 57: 柳工转债对应正股基本信息	52
表 58: 五洲转债对应正股基本信息	53
表 59: 阳关转债对应正股基本信息	53
表 60: 山鹰转债对应正股基本信息	54
表 61: 巨轮转 2 对应正股基本信息	55
表 62: 洛钼转债对应正股基本信息	56
表 63: 新钢转债对应正股基本信息	56
表 64: 龙盛转债对应正股基本信息	57
表 65: 金牛转债对应正股基本信息	58
表 66: 厦工转债对应正股基本信息	59
表 67: 安泰转债对应正股基本信息	59
表 68: 西洋转债对应正股基本信息	60
表 69: 巨轮转债对应正股基本信息	61
表 70: 塔牌转债对应正股基本信息	62
表 71: 创业转债对应正股基本信息	62
图 1: 上海证券交易所基金投资转债规模及其占转债存量比	8
图 2: 历史已退市转债发行年度及总额	9
图 3: 历史已退市转债发行期限统计	9
图 4: 分行业转债发行占比	10
图 5: 上市首日收盘价区间统计	10
图 6: 转债价格与正股价格相关系数统计	11
图 7: 转债主要退出年份统计	12
图 8: 转债退出时长统计	12
图 9: 转债退出时长占发行期限比统计	13
图 10: 收益率及按上市首日收盘价收益率	13
图 11: 通鼎转债及正股价格走势	19
图 12: 海化转债及正股价格走势	20
图 13: 招商转债及正股价格走势	20
图 14: 海直转债及正股价格走势	21
图 15: 深机转债及正股价格走势	22
图 16: 国电转债及正股价格走势	23

图 17: 凯诺转债及正股价格走势	23
图 18: 韶钢转债及正股价格走势	24
图 19: 上电转债及正股价格走势	25
图 20: 晨鸣转债及正股价格走势	25
图 21: 营港转债及正股价格走势	26
图 22: 国金转债及正股价格走势	27
图 23: 天药转债及正股价格走势	28
图 24: 徐工转债及正股价格走势	28
图 25: 海运转债及正股价格走势	29
图 26: 平安转债及正股价格走势	30
图 27: 齐峰转债及正股价格走势	31
图 28: 齐翔转债及正股价格走势	32
图 29: 华发转债及正股价格走势	32
图 30: 歌华转债及正股价格走势	33
图 31: 国投转债及正股价格走势	34
图 32: 博汇转债及正股价格走势	35
图 33: 吉视转债及正股价格走势	35
图 34: 澄星转债及正股价格走势	36
图 35: 双良转债及正股价格走势	37
图 36: 唐钢转债及正股价格走势	37
图 37: 邯钢转债及正股价格走势	38
图 38: 华电转债及正股价格走势	39
图 39: 万科转 2 及正股价格走势	40
图 40: 国电转债及正股价格走势	41
图 41: 大荒转债及正股价格走势	41
图 42: 山鹰转债及正股价格走势	42
图 43: 汽模转债及正股价格走势	43
图 44: 王府转债及正股价格走势	44
图 45: 赤化转债及正股价格走势	45
图 46: 锡业转债及正股价格走势	46
图 47: 燕京转债及正股价格走势	46
图 48: 中鼎转债及正股价格走势	47
图 49: 歌华转债及正股价格走势	48
图 50: 中海转债及正股价格走势	49
图 51: 海马转债及正股价格走势	49
图 52: 丝绸转 2 及正股价格走势	50
图 53: 恒源转债及正股价格走势	51
图 54: 华西转债及正股价格走势	52
图 55: 柳工转债及正股价格走势	52
图 56: 五洲转债及正股价格走势	53
图 57: 阳光转债及正股价格走势	54
图 58: 山鹰转债及正股价格走势	55
图 59: 巨轮转 2 及正股价格走势	55
图 60: 洛钼转债及正股价格走势	56
图 61: 新钢转债及正股价格走势	57

图 62: 龙盛转债及正股价格走势.....	58
图 63: 金牛转债及正股价格走势.....	58
图 64: 厦工转债及正股价格走势.....	59
图 65: 安泰转债及正股价格走势.....	60
图 66: 西洋转债及正股价格走势.....	61
图 67: 巨轮转债及正股价格走势.....	61
图 68: 塔牌转债及正股价格走势.....	62
图 69: 创业转债及正股价格走势.....	63

1. 引言

马克吐温曾经说过：“历史不会重演，但总会惊人的相似。”自 1992 年我国第一只可转债—宝安转债上市以来，可转债在我国已经走过了 25 年的历史。期间可转债市场经历过 01-04 年的繁荣，也有过停滞阶段，2010 年伴随着银行系大盘转债的发行上市，转债市场规模不断扩大，规模一度曾突破 1700 亿元。2015 年 A 股市场迎来了波澜壮阔大牛市，大量转债触发赎回条款，转债遭遇大面积赎回，可转债市场存量迅速下降，转债稀缺性上升。2017 年随着定增融资受限以及可转债融资制度的改革，可转债发行提速，预计 18 年待发转债规模在 3000 亿左右。另一方面，在我国经济基本面企稳以及金融监管趋严的背景下，自 2016 年底以来债券市场一路下跌，10 年期国债到期收益率在 4% 左右。以债券基金为代表的债券型理财产品收益率较低，根据中国基金报的统计，排名前十的债券型基金收益率在 8.56% 以上，排名前二十的债券型基金收益率仅有 6.98%。

2017 年债券市场的低迷行情影响了债券型基金的总体收益率，在如此艰难的行情之下，依旧有 6 只债券型基金的收益率超过了 10%。上述债基收益较高的原因，部分在于部分债基所投资的股票收益较高，还在于收益排名前五的债券型基金中有 4 只将可转债作为其主要的投资品种。

表 1：收益前五债券型基金前五大债券持仓情况

基金名称及收益率	债券代码	债券名称	债券数量(张)	公允价值(元)	占基金资产净值比例(%)
易方达安心回报 A (13.26%)	132001	14 宝钢 EB	3,009,290	418,261,217.10	6.13
	113008	电气转债	3,778,030	402,246,854.10	5.89
	113009	广汽转债	2,868,600	363,480,306.00	5.32
	113013	国君转债	2,420,370	303,127,138.80	4.44
	132009	17 中油 EB	2,429,310	247,303,758.00	3.62
汇添富可转债 A (12.39%)	132005	15 国资 EB	254,530	30,925,395	23.02
	132001	14 宝钢 EB	101,360	14,088,026.40	10.49
	110031	航信转债	97,650	10,173,177	7.57
	19557	17 国债 03	100,000	9,981,000	7.43
	113011	光大转债	70,000	7,799,400	5.81
国投瑞银和顺 (10.96%)		17 国开 04			23.1
		17 国开 05			22.94
		国开 1703			16.86
		21 国债			16.35
前海开源可转债 (12.14%)	113011	光大转债	123,500	13,760,370.00	23.49
	19563	17 国债 09	68,000	6,796,600.00	11.6
	113013	国君转债	46,500	5,823,660.00	9.94
	132005	15 国资 EB	45,010	5,468,715.00	9.34
	110032	三一转债	46,000	5,430,760.00	9.27
富国可转债 (10.22%)	132005	15 国资 EB	901,090	109,482,435	28.81
	132001	14 宝钢 EB	700,020	97,295,779.80	25.6
	123001	蓝标转债	526,475	55,479,935.50	14.6
	113011	光大转债	275,990	30,750,805.80	8.09

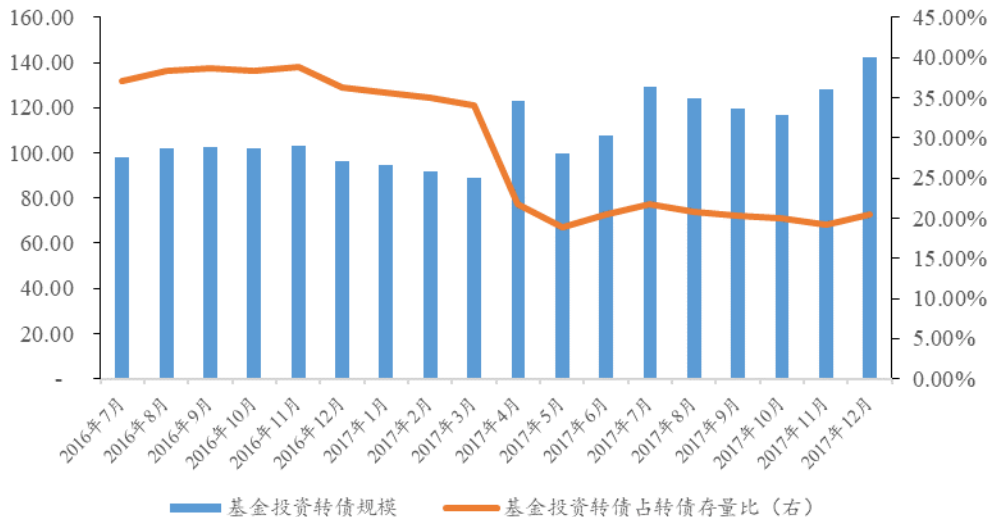
	110032	三一转债	250,000	29,515,000	7.77
--	--------	------	---------	------------	------

数据来源：东北证券，各基金公司官网

从上表可以明显看出，除了国投瑞银之外，其余的四只收益较高的债券型基金都将转债和可交换债作为其主要配置，其收益部分来自于可转债的收益。在转债市场不断扩容的情况下，转债是债券型基金一个比较好的投资方向，从转债投资中获得较高的收益。

从目前的数据来看，基金投资转债的规模还处于低点。在今年转债发行规模上升的大背景下，基金投资转债的规模还有较大的上升空间。

图 1：上海证券交易所基金投资转债规模及其占转债存量比



数据来源：东北证券，上证债券信息网

从图 1 可以看出：在当前时点，在上海证券交易所上市的所有转债中，基金配置转债规模并无较大规模上涨；而从基金投资转债占转债存量比来看，在 2016 年下半年及 2017 年初，转债存量中基金投资者占比达到 35%，2017 年下半年这一比率仅为 20%。我们做一个简单的测算，2018 年转债待发规模在 3500 亿左右，如果以 35% 的配置比例计算，基金可配置转债的规模将增加 1000 亿以上，相比于 2017 年末 100 多亿的存量规模会有大幅增长。

本文通过对历史上已经退市的可转债进行梳理，试图发现转债投资的一些规律，希望对投资者有所帮助。

2. 历史已退市转债基本情况

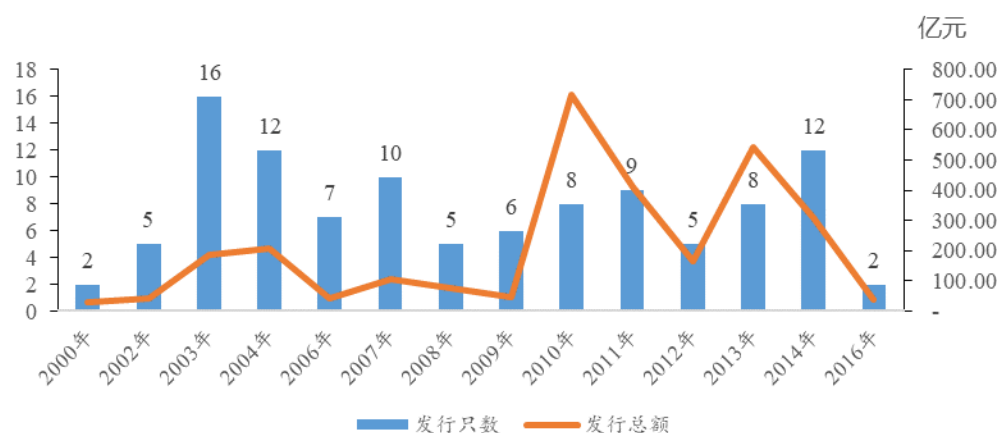
截至 2017 年底，第一只转债发行至今，已退市转债和存量转债共 191 只，其中已退市的可转债与可分离转债共 132 只，剔除全部的可分离转债以及在转债试验阶段的茂炼转债等，剩余已退市可转债共 107 只，为 96 家不同的上市公司发行。其中南山铝业三次发行，中远海能、燕京啤酒、万科、铜陵有色、山鹰纸业、民生银行、巨轮智能、国电电力和歌华有线分别两次发行。

2.1. 已退市可转债发行基本情况

通过对已退市可转债不同年度发行只数与发行金额进行统计发现：不同年度可转债发行只数与发行金额差距较大，2010 年以前可转债发行只数并不少于 2010 年及之后，但总体发行金额相对较小。原因在于 2010 年及以后，银行与其他的大型上市公司发行规模较大的可转债，其中中国银行，中国工商银行，中国石化等公司

都在 2010 年及以后发行了规模超过 100 亿的可转债。而在 2010 年之前，仅有招商银行发行的招行转债发行规模超过 50 亿元。

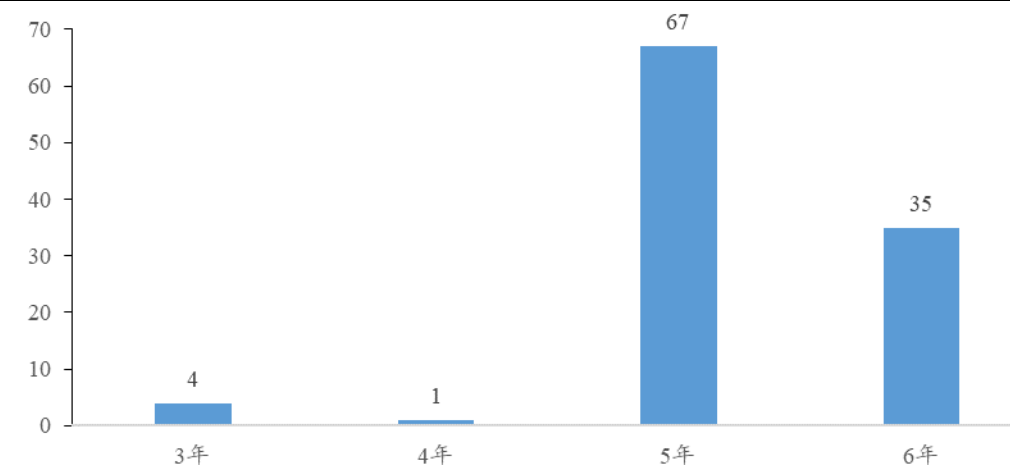
图 2：历史已退市转债发行年度及总额



数据来源：东北证券，Wind

转债的最长发行期限为 6 年，历史已退市转债的主要发行期限一般为 5 年或 6 年，仅有 4 只转债发行期限为 3 年，1 只转债的发行期限为 4 年。同 3 年期和 4 年期的可转债相比，5 年期和 6 年期的可转债转股时间更长。

图 3：历史已退市可转债发行期限

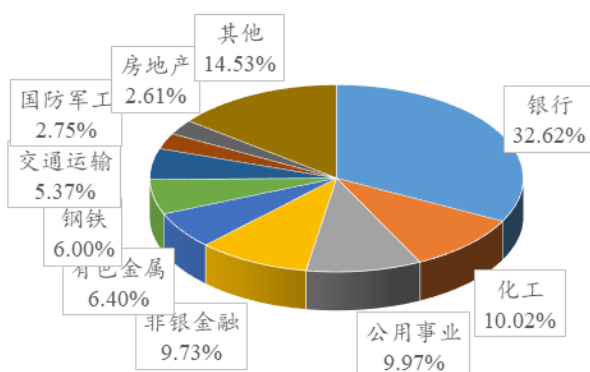


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 已退市可转债分行业发行占比

按照申万一级行业分类，在所有的 28 个行业中，共有 25 个行业发行了可转债，我们所研究的已退市的 107 只可转债总计发行规模为 2927.94 亿元。其中银行共发行 5 只可转债，发行规模为 955 亿元，发行金额占比 32.62%；化工企业发行 10 只，公用事业发行 11 只，非银金融发行 2 只，有色金属发行 8 只，发行金额占比分别为 10.02%、9.97%、9.73%和 6.4%。在所有行业中，银行业发行的可转债规模最大。在 18 年的可转债发行大潮中，我们发现除银行外，券商发行可转债的规模也较大。在国外发行可转债的主体也主要为银行、投资银行（券商）。这种现象应该同银行、券商等行业对资本金要求较高有一定的关系。

图 4：分行业转债发行占比



数据来源：东北证券，Wind

在已退市的 107 只可转债中，虽然银行仅发行 5 只，但发行金额达到了总发行额的三分之一。其中招商银行可转债发行规模为 65 亿元，中国银行发行规模为 400 亿元，中国工商银行发行规模为 250 亿元，民生银行两次发行可转债，总计发行规模为 240 亿元。

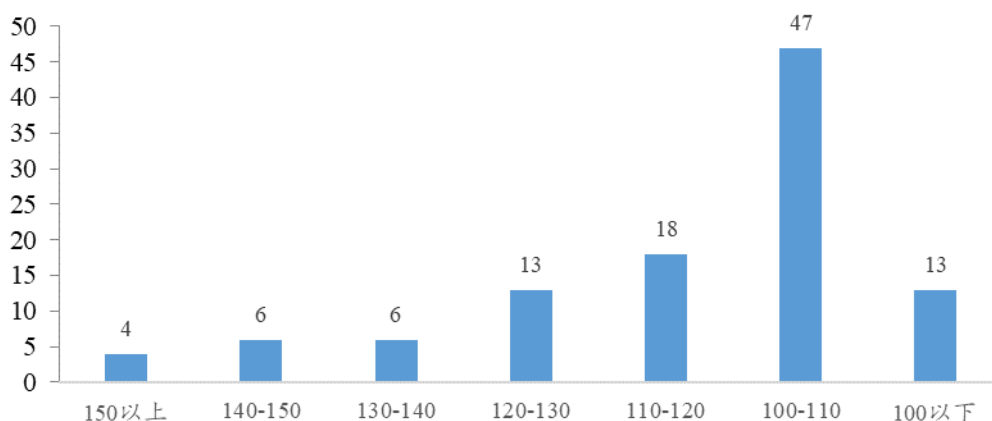
表 2：已退市转债中银行发行转债基本情况

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价相关系数	总收益率	按上市首日收益率
110036.SH	招行转债	招商银行	2004/11/10	2006	65.00	98.01%	23.25%	18.49%
113001.SH	中行转债	中国银行	2010/06/02	2014	400.00	96.96%	58.29%	58.42%
113002.SH	工行转债	工商银行	2010/08/31	2011	250.00	84.65%	48.84%	33.37%
110023.SH	民生转债	民生银行	2013/03/15	2015	200.00	88.75%	19.99%	13.26%
100016.SH	民生转债	民生银行	2003/02/27	2003	40.00	89.11%	22.24%	22.23%

2.3. 已退市可转债上市首日表现

在一级市场申购可转债中签率较低，大多数投资者只能通过二级市场买入可转债来参与可转债投资，可转债上市首日的表现对于投资者的收益影响较大。部分可转债上市首日收盘价低于面值，其主要原因在于可转债上市期间（可转债上市前及上市当日）的股价持续低于转股价，可转债上市首日价格大幅上涨的主要原因在于可转债上市期间正股价格连续上涨。

图 5：上市首日收盘价区间统计



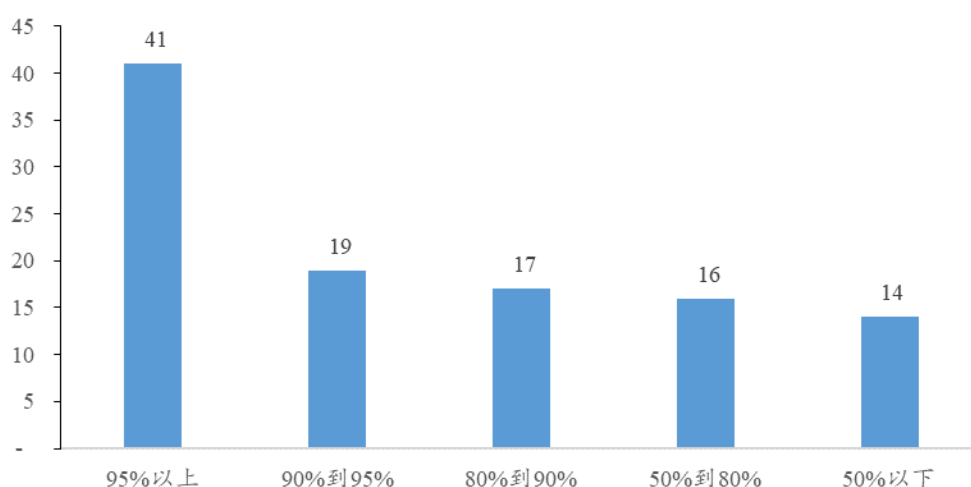
数据来源：东北证券，Wind

从历史数据来看，上市首日收盘价位于面值 100（90-110）元附近的可转债达到了 60%左右。上市首日达到或超过 130 元的可转债有 14 只，其中最高的为 2007 年发行的恒源转债，其上市首日收盘价达到 174.91 元。有 13 只可转债上市首日收盘价跌至面值（100 元）以下，最低的为 2013 年发行的徐工转债，首日收盘价仅为 94.02 元。

2.4. 已退市可转债价格与正股价格相关性

可转债可看做一个“债底+股票期权”的组合，当正股价格上升时转债价格一般会相应上升，正股价格下降时转债价格也会相应的下降，正股价格与相应的转债价格在理论上应该存在一定的相关关系。我们对已退市的 107 只可转债的价格与其正股价格的相关系数进行计算（注：由于当正股分红、转股、送股等导致正股除权时，转股价会相应地进行修正，因此对于相关系数的计算以及后面正股价格与转债价格趋势的比较时，所使用的正股价格均为前复权价格），统计结果显示已退市可转债的转债价格与正股价格高度相关。其中 60 只可转债的转债价格与正股价格相关系数都在 0.9 以上，30 只可转债的转债价格与正股价格的相关系数在 0.8 以下，14 只可转债的转债价格与正股价格相关系数在 0.5 以下。部分可转债的价格与正股价格相关系数较低，其主要原因为：当正股股价表现不好，股价持续下跌，甚至大幅度低于转股价时，对于转债而言，由于债底以及债底相关条款的保护，转债价格有一定支撑（下有底），此时转债和正股走势不一致，相关系数减弱。

图 6：转债价格与正股价格相关系数统计



数据来源：东北证券，Wind

2.5. 已退市可转债退出方式及时间

已退市的 107 只可转债，绝大部分转债持有人以转股的形式退出，其中，转股比例达到或超过 99%的可转债有 87 只，90%到 99%的有 12 只，转股比率低于 90%的有 8 只。

表 3：转股比率低于 90%的可转债退出方式

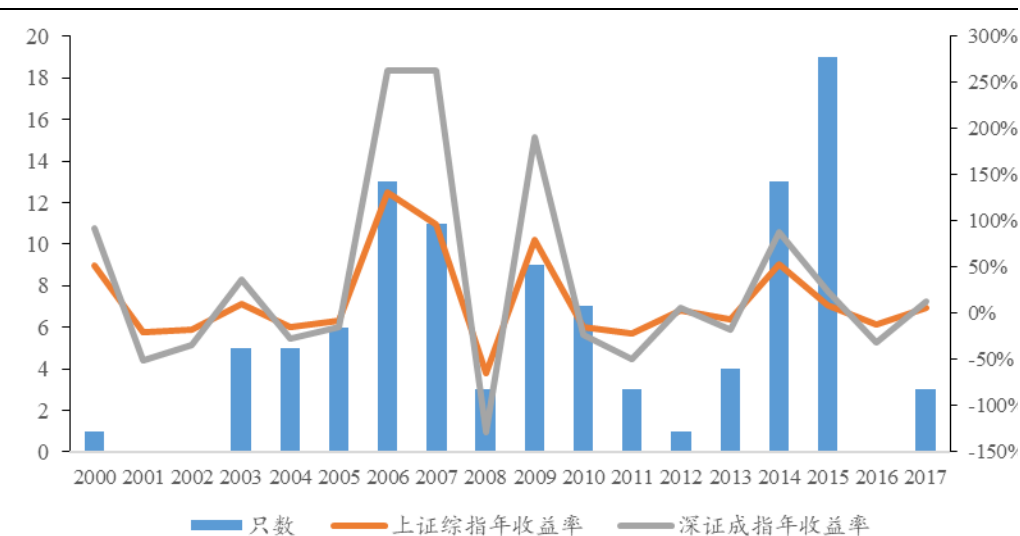
转债名称	起息日期	转股比例	赎回比例	回售比例	到期比例
国投转债	2011-01-25	76.53	23.47	0.00	0.00
博汇转债	2009-09-23	70.30	29.70	0.00	0.00

吉视转债	2014-09-05	61.93	38.07	0.00	0.00
澄星转债	2007-05-10	54.42	0.00	21.93	23.65
创业转债	2004-07-01	31.32	0.03	68.66	0.00
双良转债	2010-05-04	0.06	0.00	99.50	0.44
唐钢转债	2007-12-14	0.00	0.00	0.00	100.00
新钢转债	2008-08-21	0.00	0.00	0.09	99.91

数据来源：东北证券，Wind

对于以转股方式退出的转债，我们以其主要转股年度作为该转债的退出时间，以其他方式退出的转债，我们以其大部分转债的退出时点作为该转债的退出时间。

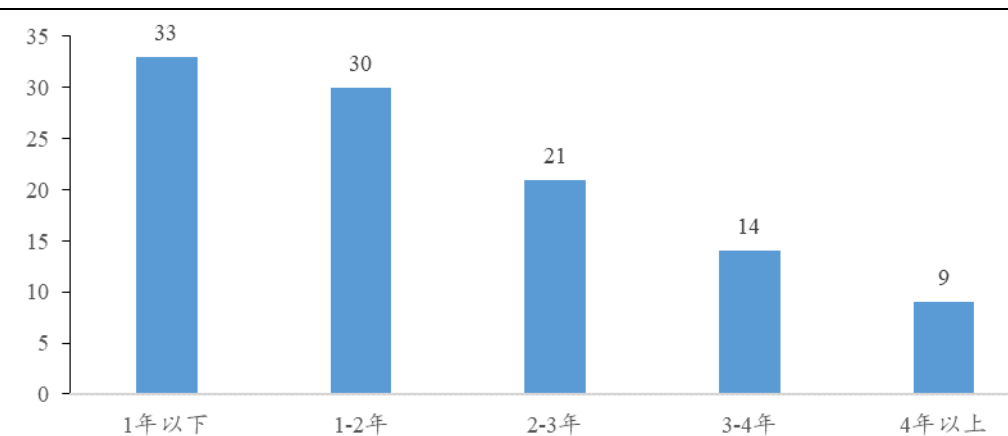
图 7：转债主要退出年份统计



数据来源：东北证券，Wind

可转债的退出时间与股市的总体表现有一定的相关性，在股市表现较好的 2007 年与 2015 年，有更多的可转债选择退出。

图 8：转债退出时长统计

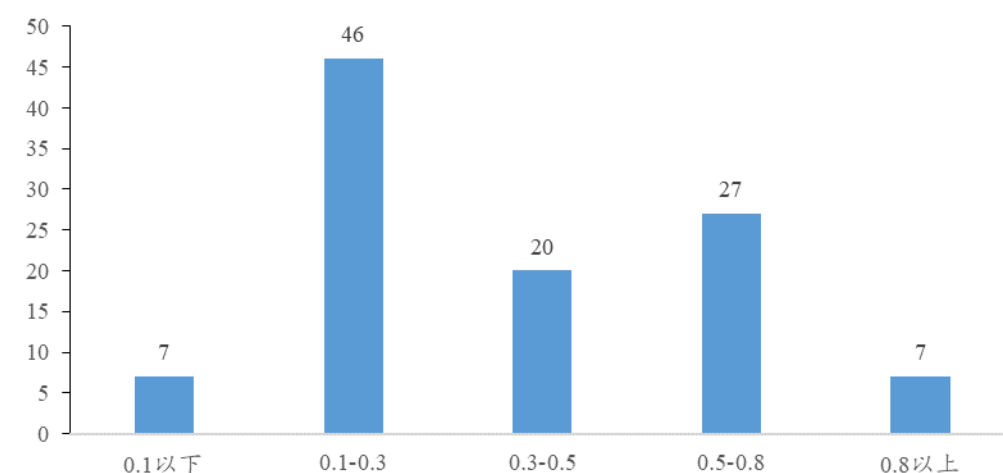


数据来源：东北证券，Wind

可转债的发行期限主要为 5 年或 6 年，但实际上大多数可转债在转债发行 3 年

内便以转股方式退出。仅有唐钢转债和新钢转债的主要退出时间与转债的发行期限一致，它们均以到期赎回的方式退出。

图 9：转债退出时长占发行期限比统计

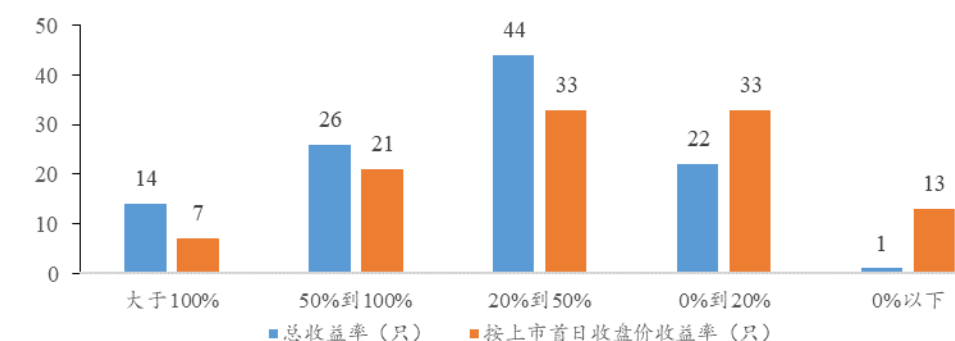


数据来源：东北证券，Wind

以不同方式退出的可转债所获得的收益不同。由于可转债票面利率不高、回售价格与赎回价格较低，以赎回、回售方式退出的可转债所获得收益相对较低。以转股方式退出的可转债收益可能较高但波动更大。

我们对不同的可转债退出时收益率进行简单测算。对于转股部分转债收益的测算方法为：由于转债转股时间较为分散，我们较难判断转债持有人转股后何时卖出，为方便计算，我们选择转股时间较为集中，转股比例较大的日期作为所有转债的转股日，以该日正股收盘价计算转债转股后所能获得的收益。假设转股日正股收盘价为 P ，转债发行总额为 C ，总转股比例为 A ，转股日所在时点转股价格为 K ，则转债转股部分总的收益（按转债面值计算）为 $P \cdot C \cdot A / K$ 。由于可转债在一级市场申购时中签率较低，特别是自 17 年 10 月可转债一级发行实行信用申购之后，许多投资者选择在二级市场买入转债的方式投资可转债。我们另外还以可转债上市首日的收盘价作为投资者的成本，计算转债转股部分的收益。假设可转债上市首日收盘价为 B ，转股部分总收益为 $P \cdot C \cdot A / (K \cdot B / 100)$ 。对于提前赎回、回售和到期赎回部分，我们采用发行人公布的提前赎回价格，回售价格以及到期赎回价格计算收益率，由于可转债票面利率较低，为计算简便，持有期间的转债票息均不予考虑。最终将四部分总的收益加总，根据可转债发行总额计算持有期间的收益率，该收益率为持有期间总的收益率，不考虑转债退出时间长短的影响。

图 10：收益率及按上市首日收盘价收益率



数据来源：东北证券，Wind

总体来看可转债投资的收益率较高，而按照上市首日收盘价计算的收益率总体低于按照面值计算的收益率，原因在于多数转债上市首日收盘价超过面值。

3. 历史高收益可转债分析

我们按照以上市首日收盘价计算的收益率排序，将收益率排名前 20 的可转债定义为高收益可转债。根据相关计算方法得出的最终收益率均在 60% 以上，收益率最高的通鼎转债收益率超过 300%。

表 4：高收益转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价格相关系数	总收益率	按上市首日收益率	所属行业
128007.SZ	通鼎转债	通鼎互联	2014/08/15	2015	6.00	97.83%	403.23%	310.81%	通信
125822.SZ	海化转债	山东海化	2004/09/07	2007	10.00	99.06%	272.85%	242.09%	化工
125024.SZ	招商转债	招商地产	2006/08/30	2007	15.10	97.91%	208.12%	152.56%	房地产
127001.SZ	海直转债	中信海直	2012/12/19	2013	6.50	94.97%	150.03%	119.17%	交通运输
125089.SZ	深机转债	深圳机场	2011/07/15	2015	20.00	97.29%	116.68%	110.23%	交通运输
110018.SH	国电转债	国电电力	2011/08/19	2014	55.00	98.64%	106.89%	107.93%	公用事业
110398.SH	凯诺转债	海澜之家	2006/08/15	2007	4.30	99.27%	122.45%	102.93%	纺织服装
125717.SZ	韶钢转债	韶钢松山	2007/02/06	2007	15.38	99.07%	179.72%	99.72%	钢铁
110021.SH	上电转债	上海电力	2006/12/01	2007	10.00	98.55%	125.05%	97.77%	公用事业
125488.SZ	晨鸣转债	晨鸣纸业	2004/09/15	2007	20.00	97.09%	108.12%	90.36%	轻工制造
110317.SH	营港转债	营口港	2004/05/20	2007	7.00	97.33%	95.50%	82.71%	交通运输
110025.SH	国金转债	国金证券	2014/05/14	2014	25.00	99.60%	95.79%	82.01%	非银金融
110488.SH	天药转债	天药股份	2006/10/25	2007	3.90	96.97%	95.06%	82.00%	医药生物
127002.SZ	徐工转债	徐工机械	2013/10/25	2015	25.00	99.05%	71.92%	81.12%	机械设备
110012.SH	海运转债	宁波海运	2011/01/07	2015	7.20	97.38%	103.85%	76.22%	交通运输
113005.SH	平安转债	中国平安	2013/11/22	2014	260.00	99.00%	81.01%	69.29%	非银金融
128008.SZ	齐峰转债	齐峰新材	2014/09/15	2015	7.60	94.88%	103.30%	69.27%	轻工制造
128005.SZ	齐翔转债	齐翔腾达	2014/04/18	2015	12.40	88.20%	73.49%	68.24%	化工
110325.SH	华发转债	华发股份	2006/07/27	2007	4.30	99.05%	84.66%	67.11%	房地产
110011.SH	歌华转债	歌华有线	2010/11/25	2015	16.00	95.84%	106.47%	62.60%	传媒

数据来源：东北证券，Wind

从表 4 可以看出，高收益转债价格与正股价格相关系数较大，且大多是在 2007 年及 2015 年股市行情较好时实行转股。转债收益与股市表现具有较强的相关关系，当股市表现较好时转债更有可能获得高收益。高收益转债所属行业较为分散，与行业相关性不大。

转债获得高收益的主要原因在于：正股价格持续上涨，在股价上涨的过程中，转债持有人及时转股。转债市场的牛市也是股票市场的牛市。收益排名第一的通鼎转债一方面是由于 2015 年的牛市行情，另一方面由于公司在转债存续期内成功并购使股价大幅上涨。

4. 低收益可转债

我们按照上市首日收盘价计算的收益率排序，将收益率排名最后 20 的可转债

定义为低收益可转债。可转债获得高收益主要由于 2007 年与 2015 年股票市场大幅上涨，而对于低收益转债，造成其低收益的原因多种多样，主要原因有：转股比例低；转股时间过早；上市首日转债价格过高；股价高点时未及时转股。

4.1. 转股比例低

由于各种原因，导致转债转股比例较低，转债持有人最终只能选择以回售、提前赎回或者到期赎回的方式退出，由于回售价格与赎回价格均较低，从而使得转债持有人获得较低收益。

表 5：低收益转债中转股比例较低转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价相关系数	总收益率	按上市首日收益率	所属行业
110013.SH	国投转债	国投电力	2011/01/25	2013	34.00	93.98%	12.45%	-4.55%	公用事业
110007.SH	博汇转债	博汇纸业	2009/09/23	2014	9.75	87.89%	5.75%	-16.80%	轻工制造
113007.SH	吉视转债	吉视传媒	2014/09/05	2015	17.00	84.51%	3.97%	-14.50%	传媒
110078.SH	澄星转债	澄星股份	2007/05/10	2008	4.40	46.35%	16.72%	-17.77%	化工
110009.SH	双良转债	双良节能	2010/05/04	回售	7.20	88.26%	2.48%	-13.17%	机械设备
125709.SZ	唐钢转债	河钢股份	2007/12/14	到期	30.00	74.10%	12.00%	-25.83%	钢铁

数据来源：东北证券，WIND

转股比例低于 90% 的转债有 8 只，属于低收益可转债的有 6 只。如果转债大部分未转股，不管是提前赎回、回售还是到期赎回，所获得的收益都较低。

4.2. 转股时间过早

部分转债在转债存续内股价表现很好。但由于在前期，股价开始上涨时转债持有人即选择转股，获得的收益率较低。表 6 的四只转债转股时间均在 05 年和 06 年，此时股价虽有所上涨，但仍处于 07 年牛市行情的开端。此时四只转债的大部分投资者都选择转股，获得收益一般。之后各转债所对应的正股都迅速上涨，附录部分可以看到转债与正股价格的走势。

表 6：低收益转债中转股时间较早转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价相关系数	总收益率	按上市首日收益率	所属行业
110001.SH	邯钢转债	邯郸钢铁	2003/11/26	2006	20.00	97.32%	8.78%	5.05%	钢铁
100726.SH	华电转债	华电能源	2003/06/03	2006	8.00	64.35%	10.88%	2.66%	公用事业
126002.SZ	万科转 2	万科 A	2004/09/24	2005	19.90	97.40%	11.05%	2.07%	房地产
100795.SH	国电转债	国电电力	2003/07/18	2006	20.00	97.97%	4.63%	-3.15%	公用事业

数据来源：东北证券，WIND

4.3. 上市首日转债价格过高

在所有的 14 只上市首日收盘价达到或超过 130 元的转债中，有 10 只转债按上市首日收盘价计算的收益率处于低收益部分，其中两只转债转股比例不高，剩余的八只转债转股比例较高。

表 7：低收益转债中上市首日收盘价较高的转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价相关系数	总收益率	按上市首日收益率	所属行业
110598.SH	大荒转债	北大荒	2007/12/19	2010	15.00	31.54%	39.33%	3.21%	农林牧渔
110567.SH	山鹰转债	山鹰纸业	2007/09/05	2009	4.70	63.81%	47.06%	2.46%	轻工制造
128011.SZ	汽模转债	汽模	2016/03/02	2017	4.20	75.98%	35.59%	1.57%	汽车

110008.SH	王府转债	王府井	2009/10/19	2010	8.21	49.63%	33.65%	-5.56%	商业贸易
110227.SH	赤化转债	赤天化	2007/10/10	2009	4.50	44.42%	34.96%	-16.74%	医药生物
125960.SZ	锡业转债	锡业股份	2007/05/14	2010	6.50	95.67%	38.00%	-17.39%	有色金属
126729.SZ	燕京转债	燕京啤酒	2010/10/15	2012	11.30	89.17%	-0.81%	-29.15%	食品饮料
125887.SZ	中鼎转债	中鼎股份	2011/02/11	2014	3.00	89.39%	36.57%	5.05%	汽车

数据来源：东北证券，WIND

从表 7 数据可以看出：除燕京转债外，其余 7 只转债按照总收益计算都获得了较高的收益，收益率都达到了 30% 以上，但按照上市首日收盘价计算的收益率基本都在 5% 以下。关于每只转债上市首日的价格信息可参考附录部分。自 17 年 10 月份转债实行信用申购之后，机构投资者主要通过二级市场投资转债，转债上市首日的价格对投资者的影响较大。若转债上市首日收盘价较高，相当于一级市场投资者获得了转债的大部分收益。

4.4. 股价高点时未及时转股

部分可转债在上市后正股股价快速上升，很快触发提前赎回条款，此时转债发行人选择提前赎回转债。虽然股价处于高点，但多数转债持有人并未选择及时转股，在触发赎回条款后一段时间，正股价格持续下跌，部分转债的正股价格甚至跌至转股价以下。转债持有人未在股价达到高点时选择转股，而是在股价开始下跌或已经下跌一段时间后才开始转股，由于已触发提前赎回条款，转债持有人只有选择转股或是以较低的价格提前赎回。多数转债持有人选择转股，从而获得较低收益。

表 8：低收益转债中未及时转股转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额(亿元)	转债与正股价相关系数	总收益率	按上市首日收益率	所属行业
110037.SH	歌华转债	歌华有线	2004/05/12	2006	12.50	83.48%	8.67%	-2.01%	传媒
110026.SH	中海转债	中远海能	2007/07/02	2008	20.00	74.54%	13.51%	-11.71%	交通运输

数据来源：东北证券，WIND

附录部分对歌华转债和中海转债有详细的介绍。转债主要以转股方式退出，转股时间过早（未在股价达到高点时转股）与股价达到高点时未及时转股对转债收益率均会产生不利影响。当然股价在哪个位置才是高点这个问题本身就较难判断，相比较而言股价达到高点时未及时转股这个问题可以尽力避免，毕竟股价达到高点时转股可获得的收益投资者不难衡量。

5. 其他可转债

除高收益转债和低收益转债外，大部分转债收益率处于中间位置，我们从中选择部分特殊的转债进行分析。部分转债与低收益转债有相似之处：即没有选择好的转股时点，上市首日价格偏高，转股比例较低等，也有一些不一样的情况：如转债价格与正股价格相关系数较低，通过条款博弈获得高收益等。

5.1. 转债价格与正股价格相关系数较低

多数可转债价格与相应的正股价格在转债存续期内相关系数较高，即转债的收益主要来源于正股价格的变化。但少数转债其转债价格与正股价格相关系数较低甚至为负，造成此类现象的主要原因是：上述转债在转债存续期内正股价格不断下跌，而转债由于自身的一些特性（债底价值保护，回售条款，转股价下修条款），并没有跟随正股价格持续下跌，从而导致转债价格与正股价格整体趋势的大幅度背离。这部分转债多实行转股价下修，使得转债价格上升。在转债存续期后期股价上涨，促进转债持有人转股。

表 9：价格相关系数较低转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额 (亿元)	转债与正股价 格相关系数	总收益 率	按上市首 日收益率	所属行业
125572.SZ	海马转债	海马汽车	2008/01/16	2009	8.20	-7.42%	52.12%	27.00%	汽车
126301.SZ	丝绸转 2	东方市场	2002/09/09	2006	8.00	-5.02%	36.87%	38.92%	公用事业
110971.SH	恒源转债	恒源煤电	2007/09/24	2009	4.00	49.05%	161.78%	49.67%	采掘
125936.SZ	华西转债	华西股份	2003/09/01	2006	4.00	48.91%	40.96%	40.01%	化工
125528.SZ	柳工转债	柳工	2008/04/18	2009	8.00	18.35%	59.35%	25.57%	机械设备
110368.SH	五洲转债	五洲交通	2008/02/29	2009	5.40	34.43%	41.91%	19.83%	交通运输
100220.SH	阳光转债	江苏阳光	2002/04/18	2004	8.30	30.02%	17.19%	18.88%	纺织服装
100567.SH	山鹰转债	山鹰纸业	2003/06/16	2006	2.50	24.38%	17.08%	14.52%	轻工制造

数据来源：东北证券，WIND

有两只转债（海马转债、丝绸转 2）的正股价格和转债价格相关系数为负数，另外我们选取了转债价格与正股价格相关系数较低且具有代表性的六只转债。从表 9 可以发现：部分转债正股价格与转债价格相关系数很低，但最终获得的收益依然较高。此类转债获得收益是因为：在股价不断下跌的过程中，转债发行人不断向下修正转股价，使得转债价格上涨。虽然此时转债正股价格处于低位，但由于转股价下修后转债实行转股能获得可观的收益。

5.2. 转股时点的选择

多数转债在存续期内都会有股价大幅上涨的阶段，但有些转债并没有获得股价大幅上涨所带来的收益。主要原因在于，转债持有人没有在股价高点选择转股，而是继续等待，然而正股价格之后下跌，由于此时转债赎回条款已触发，转债持有人不得不在股价下跌时选择转股，没能取得较好的收益。

表 10：未准确把握转股时点转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额 (亿元)	转债与正股价 格相关系数	总收益 率	按上市首 日收益率	所属行业
113501.SH	洛钼转债	洛阳钼业	2014/12/02	2015	49.00	93.75%	26.72%	6.31%	有色金属
110003.SH	新钢转债	新钢股份	2008/08/21	2013	27.60	87.10%	6.91%	10.78%	钢铁
110006.SH	龙盛转债	浙江龙盛	2009/09/14	2010	12.50	59.33%	29.80%	6.14%	化工
125937.SZ	金牛转债	冀中能源	2004/08/11	2005	7.00	97.63%	13.19%	9.57%	采掘

数据来源：东北证券，Wind

附录部分有对洛钼转债、新钢转债、龙盛转债、金牛转债以及他们对应的正股具体价格走势的分析，投资者更能直观理解转股时点的选择对于转债收益率的影响。转股时点选择不佳的转债投资收益率都相对较低，这也给以后的投资者更多的启示。正股价格走势较好时应及时选择转股退出，把握正股股价上涨带来的高收益。

5.3. 上市首日价格对收益率影响

通过之前的分析可以看到，按面值计算的收益率一般大于按上市首日计算的收益率，主要原因在于上市首日转债价格上升较多，从而吸收了部分转债的收益。多数投资者以在二级市场购入可转债的方式投资转债市场，上市首日的价格对于转债投资的收益率影响较大，因此按上市首日收盘价计算的收益率也更能代表多数转债投资者的收益率。

表 11：上市首日收盘价较高转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退	发行总额	转债与正股价	总收益	按上市首	所属行业
----	----	------	-----	-----	------	--------	-----	------	------

				出时间	(亿元)	格相关系数	率	日收益率	
110004.SH	厦工转债	*ST 厦工	2009/08/28	2010	6.00	70.65%	38.49%	6.57%	机械设备
125969.SZ	安泰转债	安泰科技	2009/09/16	2010	7.50	57.48%	49.77%	9.64%	有色金属
110005.SH	西洋转债	大西洋	2009/09/03	2010	2.65	54.13%	47.43%	11.35%	机械设备
128031.SZ	巨轮转债	巨轮智能	2007/01/08	2009	2.00	97.17%	83.51%	26.51%	机械设备
128233.SZ	塔牌转债	塔牌集团	2010/08/26	2011	6.30	77.83%	54.24%	15.11%	建筑材料

数据来源：东北证券，Wind

在低收益转债部分我们分析过上市首日收盘价对于转债收益率的影响。在不考虑转债上市首日价格的情况下，表 11 中的各只转债总收益均较好，由于上市首日价格较高，按上市首日收盘价计算的收益率均不高。

5.4. 未转股比例较高的可转债

前面的分析已经提到，有 8 只转债的未转股比例超过 10%。除了在低收益转债中已经提到的六只转债以及未正确把握转股时点的新钢转债外，还有创业转债。

表 12：未转股比例较高转债基本信息

代码	名称	正股简称	起息日	主要退出时间	发行总额 (亿元)	转债与正股价 格相关系数	总收益率	按上市首日 日收益率	所属行业
110874.SH	创业转债	创业环保	2004/07/01	2005	12.00	95.40%	24.06%	19.56%	公用事业

数据来源：东北证券，WIND

创业转债在正股表现不佳时 2/3 的转债投资者即选择转股退出，因此收益率不高。

附录:

1、高收益可转债

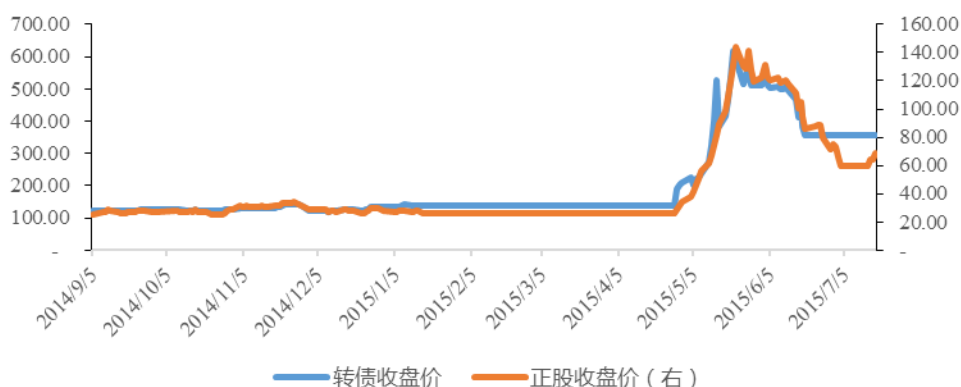
(1)、通鼎转债 (128007.SZ)

表 13: 通鼎转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	通鼎互联
正股代码	002491
所属行业	通信-通信设备-通信传输设备
转股时市值(亿元)	326.59
公司简介	公司是专业从事光纤、通信电缆、通信光缆、信号电缆、射频同轴电缆、分布式光纤传感定位系统等产品的研发、生产、销售和工程服务的高新技术企业。公司生产规模、产品质量、供货能力等均位居国内前列,在国内外市场上受到客户高度认可,被广泛应用于通信行业,是中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商和铁道部的重要供应商之一。

数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 通鼎转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

2015 年 1 月 19 日通鼎互联宣布停牌实施重大资产重组,在 4 月 28 日复牌后股价连续涨停,最高达到转股价的 6 倍以上,从而推动转债收益率上涨。即使后期股价有所下降,但总体收益率依旧较高

(2)、海化转债 (125822.SZ)

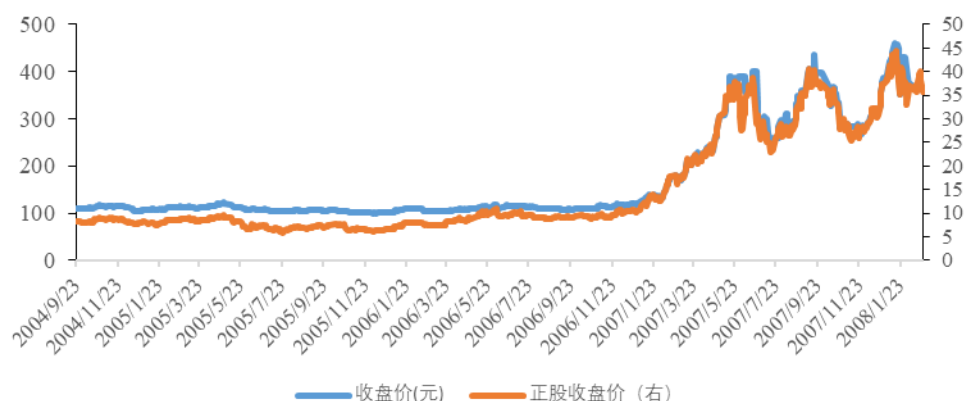
表 14: 海化转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	山东海化
正股代码	000822
所属行业	化工-化学原料-纯碱
转股时市值(亿元)	137.00
公司简介	公司是以发展海洋化工新兴产业为主导的现代化特大型企业,主要生产与销售纯碱、氯化钙、氯化镁、硫酸钾、白炭黑、泡花碱、溴素、三聚氰胺、硝酸钠、亚硝酸钠等海洋化工产品,生产规模、产品产量及质量、市场占有率、技术水平在行

业中处于领先地位，是我国目前最大的海洋化工产品生产和出口创汇基地。

数据来源：东北证券，Wind

图 12：海化转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在 2007 年之前，股价以及转债价格一直处于一个较平稳的阶段，收益率主要来源与于 2007 年股市行情较好，转债持有人在耐心的等待后在 2007 年转股，从而获得一个好的收益。

(3)、招商转债（125024.SZ）

表 15：招商转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	招商地产（已退市）
正股代码	000024
所属行业	房地产
转股时市值（亿元）	194.19
公司简介	公司是一家房地产公司。主营房地产开发销售，还有出租物业经营、园区供电物业管理、酒店管理、房地产中介等业务。

数据来源：东北证券，Wind

图 13：招商转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

得益于 2007 年股市行情较好，从而在转债上市后股价持续上升，转债触发赎回条款后持有人选择转股获得高收益。

(4)、海直转债 (127001.SZ)

表 16: 海直转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	中信海直
正股代码	000099
所属行业	交通运输-航空运输
转股时市值(亿元)	105.88
公司简介	公司是中国规模最大的通用航空企业，也是我国通用航空业首家及唯一的上市公司。主要业务：为国内外用户提供海洋石油服务及其他通用航空业务。业务遍布中国三大海域和全国主要城市。公司拥有亚洲最大的直升机队和一支技术精湛、训练有素、经验丰富的飞行员、机务人员和保障人员队伍，公司多次承担国家级的科学考察任务和救援工作

数据来源：东北证券，Wind

图 14: 海直转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在 2013 年底，股价有所上涨，部分转债持有人在此时选择转股，在 2014 年股价大幅上涨，触发赎回，部分转债持有人在此时选择转股，从而转债持有人在股价高点转股，实现了较高的收益。

(5)、深机转债 (125089.SZ)

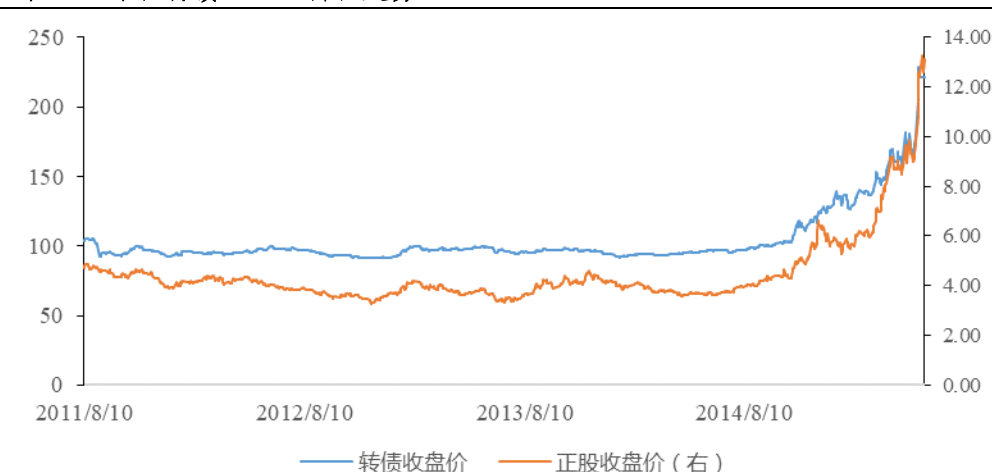
表 17: 深机转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	深圳机场
正股代码	000089
所属行业	交通运输-机场
转股时市值(亿)	67.44

元)	
公司简介	<p>公司是国内最早由地方政府自主投资建设管理的机场，也是中国最大的航空运输市场之一。公司作为深圳宝安国际机场管理公司，主要经营航空主业以及航空主业延伸出的非航空业务。航空主业主要包括飞机起降及停场保障，机场飞行控制区的维护与运营管理，旅客的乘机、候机及进出港服务，航站楼商业及物业租赁业务、航空器的维护及辅助服务，航空货物的地面处理服务等，航空主业是机场作为民航运输基础设施固有承担的业务。非航空业务包括航空物流业务和航空增值业务</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 15: 深机转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

深圳机场股票价格在一个较长的时间内都保持在较低的水平，转债持有人在此期间基本未选择转股，在 2014 年末到 2015 年初股价迅速上涨从而获得较高的收益。

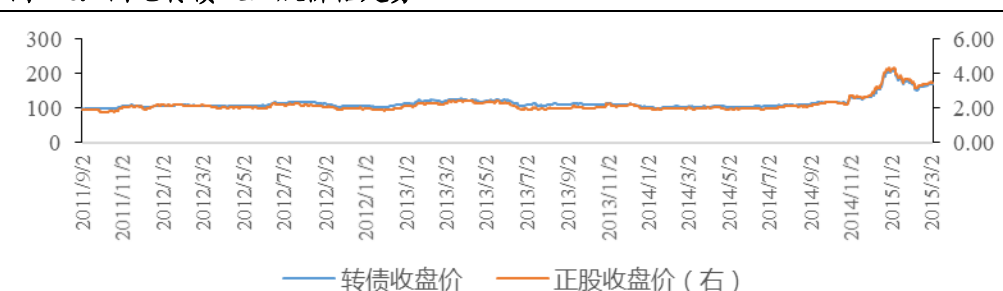
(6)、国电转债 (110018.SH)

表 18: 国电转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	国电电力
正股代码	600795
所属行业	电力及公用事业-发电及电网-火电
转股时市值(亿元)	884.31
公司简介	<p>公司是中国国电集团公司控股的全国性上市发电公司，是中国国电集团公司在资本市场的直接融资窗口和实施整体改制的平台。公司资产结构优良，所属企业分布东北、华北、华东、华南、西南、西北等 21 个省、市、自治区。近年来，国电电力始终坚持科学发展，突出质量效益，做强做优主业，推动转型升级，公司电源结构和布局得到持续优化。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 16: 国电转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

国电转债与深机转债在上市后的走势类似, 在上市后一个较长的时间内正股价格走势较平稳, 转债持有人未在该段时间转股, 在 2014 年底与 2015 年初, 股价持续上涨, 触发赎回, 转债持有人基本在此时选择转股从而获得较大的收益。

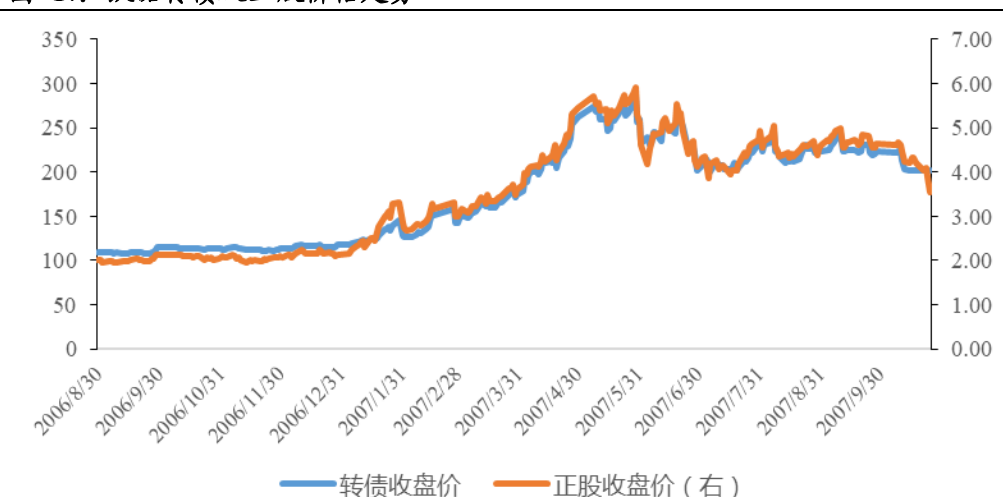
(7)、凯诺转债 (110398.SH)

表 19: 凯诺转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	海澜之家
正股代码	600398
所属行业	纺织服装-服装家纺-男装
转股时市值(亿元)	29.66
公司简介	公司属于纺织服装行业中的毛纺及服装类上市公司, 其主营业务为高档精纺呢绒, 高档西服、职业服的生产和销售, 以及品牌服装的经营。公司有下属“海澜之家”、“EICHITOO”、“百衣百顺”和“圣凯诺”四大服装品牌。

数据来源: 东北证券, Wind

图 17: 凯诺转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

凯诺转债自转股开始时, 股价持续上涨, 转债持有人在股价高点陆续转股, 从而获得较高的收益。同时在股价达到最高点后, 海澜之家股票价格并未大幅下滑, 保证了转债持有者的收益。

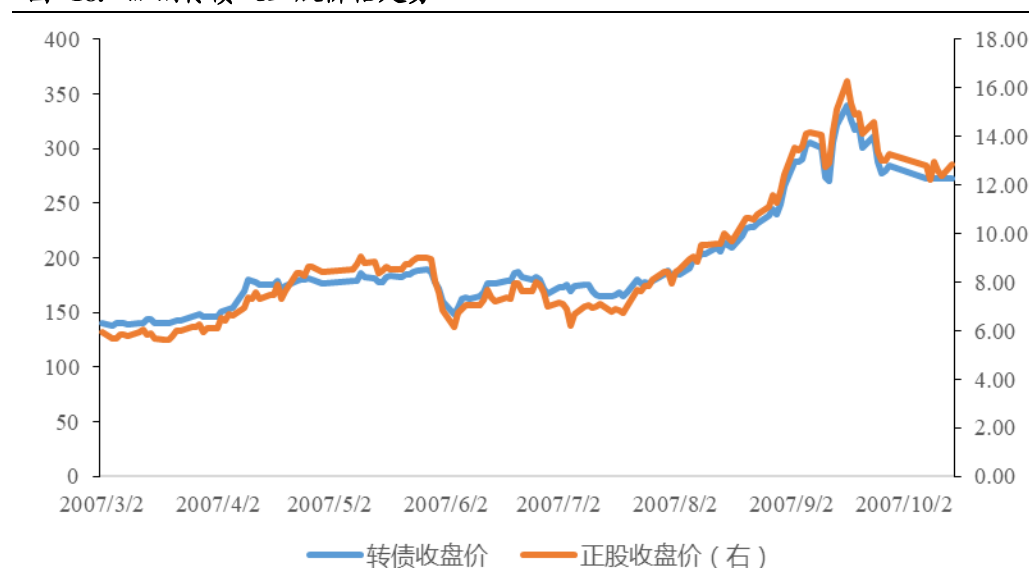
(8)、韶钢转债 (125717.SZ)

表 20: 韶钢转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	韶钢松山
正股代码	000717
所属行业	钢铁-普钢
转股时市值(亿元)	197.72
公司简介	公司是广东省重点企业之一,属于钢铁行业,主营黑色金属冶炼加工,金属制品、焦炭及煤化工产品的生产、销售等,主导产品为板材、线材、棒材三大系列。公司是广东省最大钢铁生产企业,也是全国率先将循环经济导入公司发展战略的企业,公司立足广东市场,辐射华南市场,定位于为华南地区经济社会发展提供配套材料,充分利用在广东省拥有的独特市场优势,由于产品质量好、服务佳、运输快捷,在华南地区有较强的竞争能力。

数据来源: 东北证券, Wind

图 18: 韶钢转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

韶钢转债自转股起始日股价便处于不断上升的过程中,并且很快触发赎回,在股价高点转债持有人陆续转股,从而获得较高的收益。

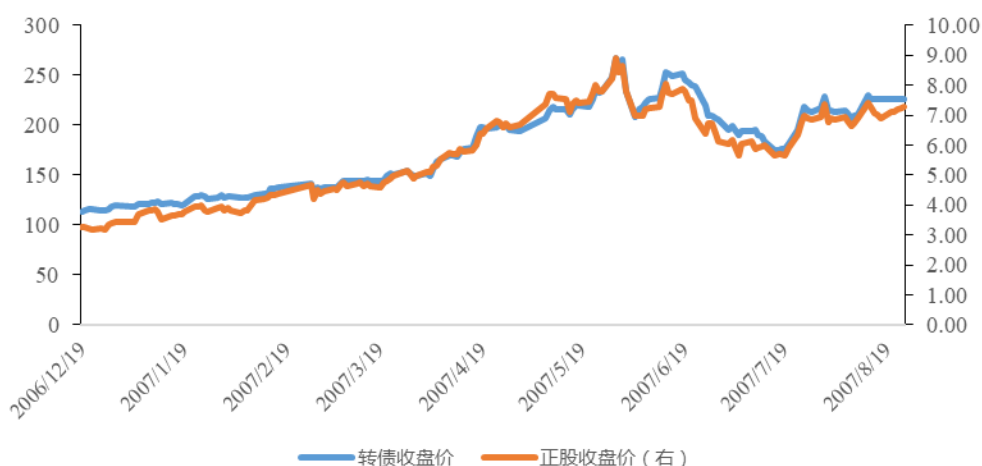
(9)、上电转债(110021.SZ)

表 21: 上电转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	上海电力
正股代码	600021
所属行业	公用事业-电力-火电
转股时市值(亿元)	180.45
公司简介	公司是一家大型发电公司,主营发电业务,为上海地区最大的电力生产企业

数据来源: 东北证券, Wind

图 19: 上电转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

与韶钢转债相似, 转股开始日上海电力的股价便处于高点, 并很快触发赎回, 转债持有人陆续转股, 即使股价有所下跌, 转债持有人依旧可以获得较高的收益。

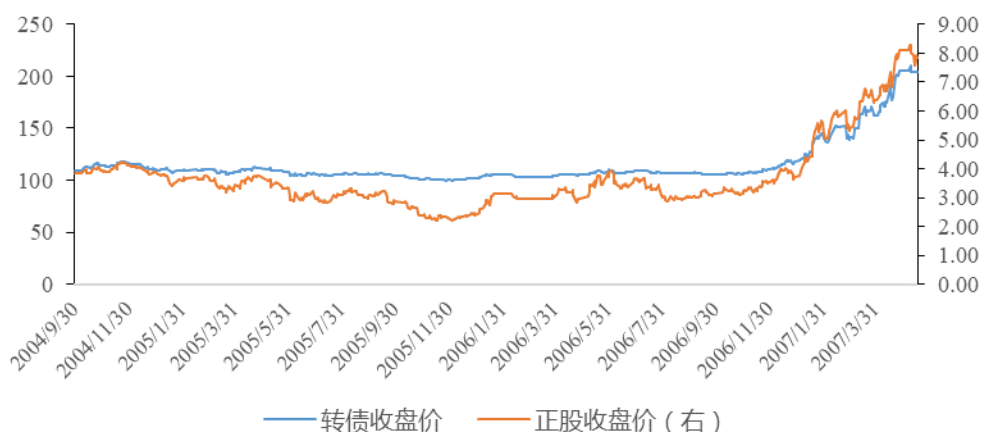
(10)、晨鸣转债 (125488.SZ)

表 22: 晨鸣转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	晨鸣纸业
正股代码	000488
所属行业	轻工制造-造纸
转股时市值(亿元)	102.34
公司简介	公司是以造林、制浆、造纸为主业的大型企业集团。集团拥有国家级技术中心、博士后科研工作站及多条国际一流水平的造纸生产线, 主导产品为高档铜版纸、白卡纸、轻涂纸、新闻纸、双胶纸、电话号簿纸、静电复印纸、箱板纸、书写纸、高密度纤维板、强化木地板等。

数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 晨鸣转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

从晨鸣转债及正股的价格趋势来看, 在转债上市后的前两年, 晨鸣纸业正股表

现较差，投资者选择转股的较少，从 2006 年底到 2007 年初，股价持续上涨，触发赎回，债券投资者不断转股，从而获得高收益。

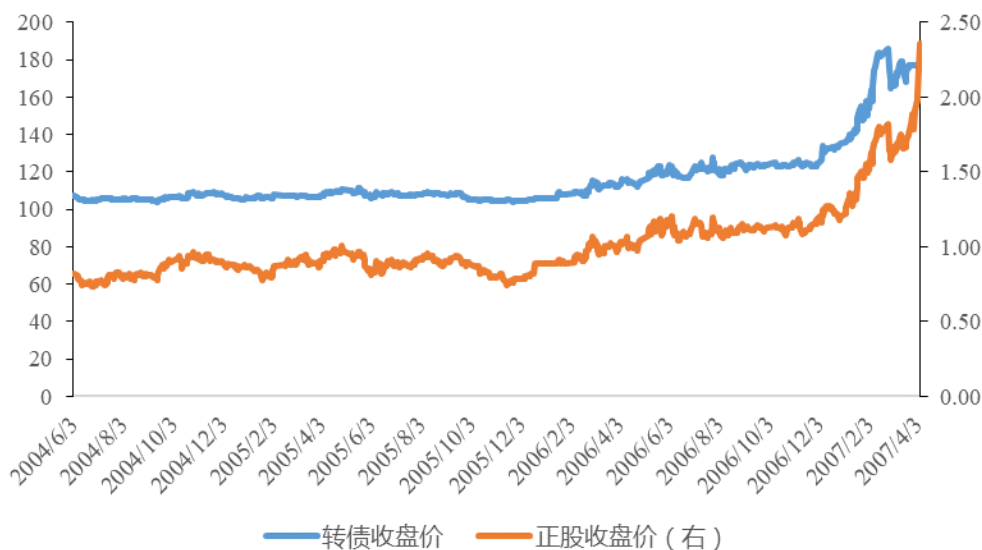
(11)、营港转债 (110317.SH)

表 23: 营港转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	营口港
正股代码	600317
所属行业	交通运输-港口
转股时市值(亿元)	42.56
公司简介	公司主要从事散杂货物的装卸、堆存和运输服务，主要涵盖金属矿石、非金属矿石、钢材、粮食、化肥、铝粉、固体化工、木片、毛豆油、淀粉等多个货种。近年来，公司结合港口间竞争形势以及当前整体经济环境，充分利用所处环渤海经济圈与东北经济区的交界点的区位优势，积极采取措施，进一步加强货源组织，不断创新揽货思路，开发新的市场，科学组织生产，加强经营管理，不断提高生产效率和服务水平

数据来源：东北证券，Wind

图 21: 营港转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

营口转债对应正股营口港在转债上市后两年时间股价较平稳，选择转股的投资者也较少，之后到 2006 年底与 2007 年初股价大幅上涨，触发赎回，投资者陆续转股从而获得高收益。

(12)、国金转债 (110025.SH)

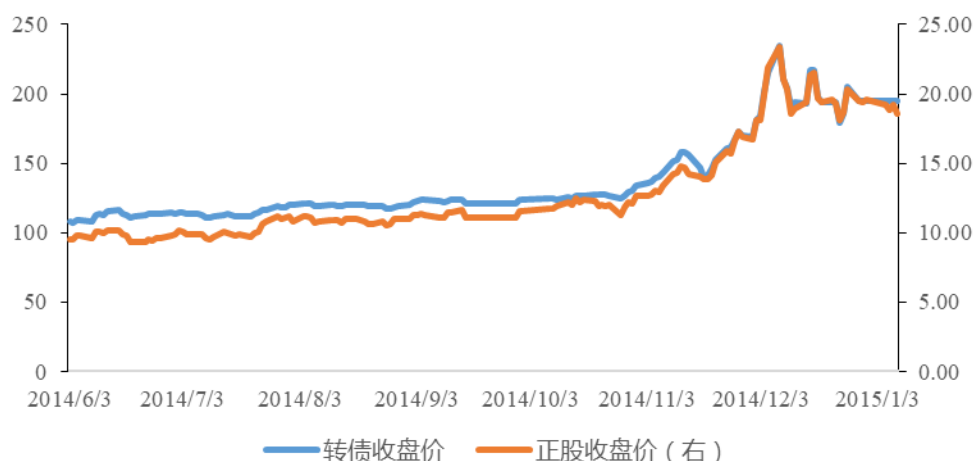
表 24: 国金转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	国金证券
正股代码	600109
所属行业	非银金融-证券
转股时市值(亿元)	558.29

公司简介	公司结合个人、机构以及企业客户的投融资需求,通过开展证券经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、信用交易业务、新三板业务及境外业务等,为其提供多元化、多层次的证券金融服务。
------	---

数据来源: 东北证券, Wind

图 22: 国金转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转股开始日, 股价已经在上升周期中, 很快触发赎回, 投资者陆续转股, 虽然后期股价有一定下跌, 但总体收益依旧在一个较高的水平。

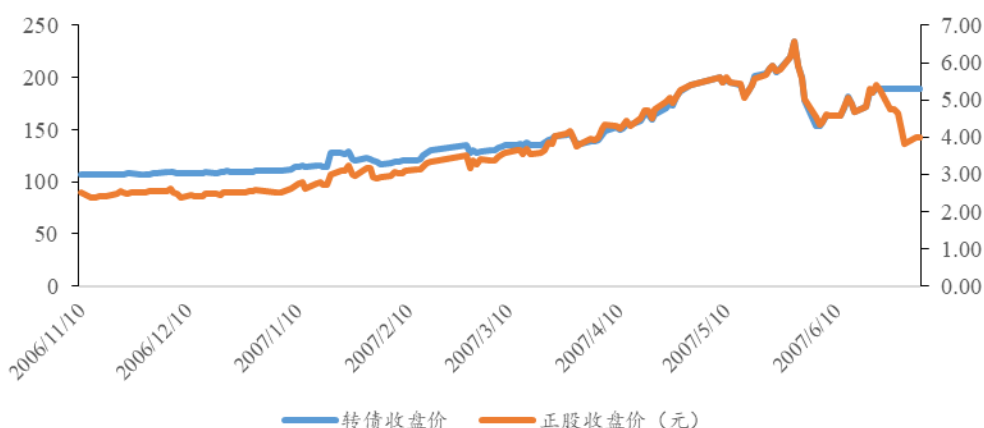
(13)、天药转债 (110488.SH)

表 25: 天药转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	天药股份
正股代码	600488
所属行业	医药生物-化学制药-化学原料药
转股时市值(亿元)	40.47
公司简介	<p>"公司是我国最早研制并生产皮质激素类原料药的企业之一, 国内大多数皮质激素类原料药产品是由公司首先研制并投入生产。公司主导产品为皮质激素类原料药。公司通过自主研发掌握了以 4AD 侧链改造合成皮质激素类药物中间体的技术, 进一步延伸公司 4AD 的技术和规模优势, 带动一批皮质激素类药物的技术升级。该技术公司已实现了产业化应用, 实现一系列产品成本大幅下降, 巩固了行业主导地位。公司长期实施"高科技加规模经济"的发展战略, 通过加大研究开发投入, 提高技术创新的核心能力, 并将其转化为产品优势和市场优势。同时积极拓展国内和海外市场, 提升经营业绩, 目前公司在皮质激素原料药领域居行业主导和领先地位。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 23: 天药转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

2007 年 4 月 25 日转股开始日股价已经处于高点, 并触发赎回, 虽然后续股价有所下跌, 但总体收益依旧较高。

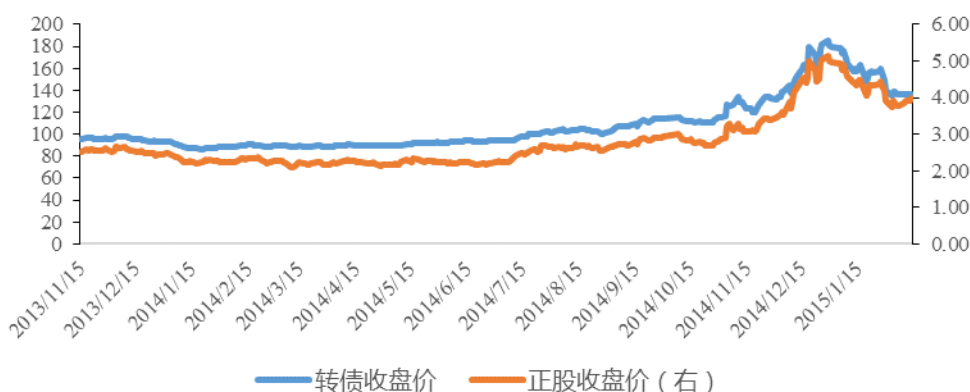
(14)、徐工转债 (127002.SZ)

表 26: 徐工转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	徐工机械
正股代码	000425
所属行业	机械设备-专用设备-工程机械
转股时市值(亿元)	296.83
公司简介	公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司, 产品达四大类、七个系列、近 100 个品种, 主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护。公司大力发展外向型经济, 实施以产品出口为支撑的国际化战略, 工程机械产品远销欧美、日韩、东南亚、非洲等国际市场。

数据来源: 东北证券, Wind

图 24: 徐工转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

徐工转债对应正股徐工机械在 2014 年 4 月 25 日转股开始日已经处于股价上行通道

中，随着股价的不断上升，投资人陆续转股，触发赎回后，虽然股价有所下跌，但收益率依旧较高。

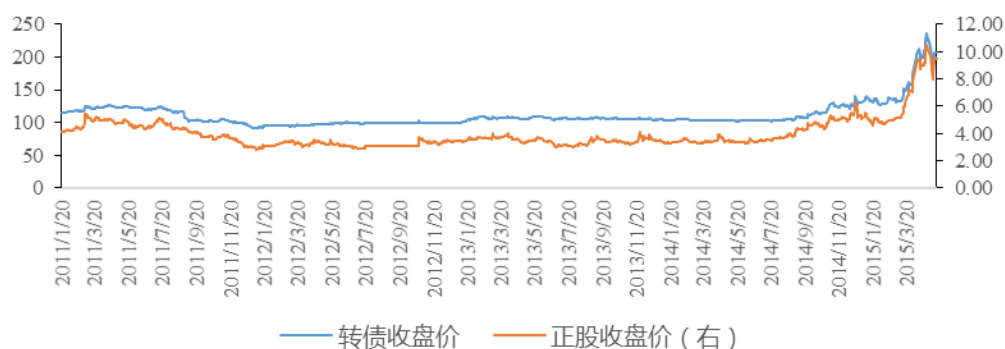
(15)、海运转债(110012.SH)

表 27: 海运转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	宁波海运
正股代码	600798
所属行业	交通运输-航运
转股时市值(亿元)	88.45
公司简介	公司主要经营沿海、内河(长江)货物运输、国际远洋运输和交通基础设施、交通附设服务设施的投资。公司已形成以电煤运输为主的专业化散货运输经营格局，经营辐射全国沿海港口和长江流域，航迹遍布世界 30 余个国家 60 多个港口。公司拥有的控参股公司主要涉及高速公路建设、钢铁加工、船舶代理、高新技术产业开发及投资等业务，通过海陆并举、优势互补和利益共享，不断提高企业的抗风险能力、赢利能力和综合实力

数据来源：东北证券，Wind

图 25: 海运转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

海运转债对应正股价格虽然在转债存续前期有一定的波动性但总体走势较平稳，转债持有人未选择转股，在 2014 年末及 2015 年初，股价大幅上涨，触发赎回，转债持有人陆续选择转股，从而收益较高。

(16)、平安转债(113005.SH)

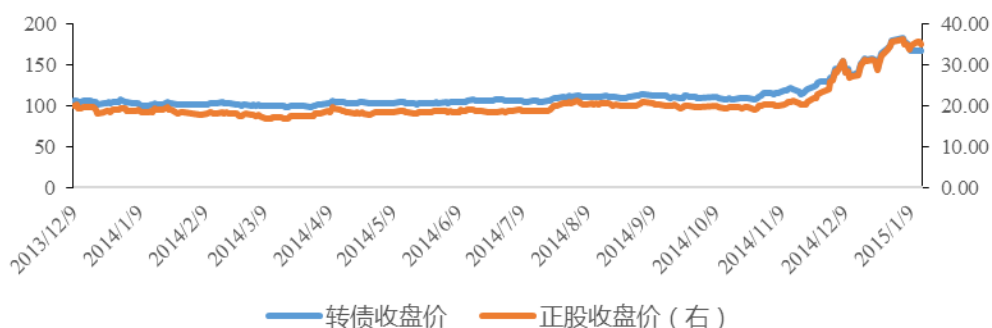
表 28: 平安转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	中国平安
正股代码	601318
所属行业	非银金融-保险
转股时市值(亿元)	3861.30
公司简介	是中国第一家股份制保险企业，至今已发展成为融保险、银行、投资三大主营业务为一体、核心金融与互联网金融业务并行发展的个人金融生活服务集团之一。公司致力于成为国际领先的个人金融生活服务提供商，坚持“科技引领金融，金融服务生活”的理念，通过“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”两个模式，聚

焦“大金融资产”和“大医疗健康”两大产业，围绕保险、银行、资产管理、互联网金融四大板块，为客户创造“专业，让生活更简单”的品牌体验。

数据来源：东北证券，Wind

图 26：平安转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债存续前期其对应正股走势较为平稳，投资者也未选择转股，到 2014 年底和 2015 年初，股价大幅上涨，从而触发赎回，投资者陆续转股，获得一个较高的收益率。

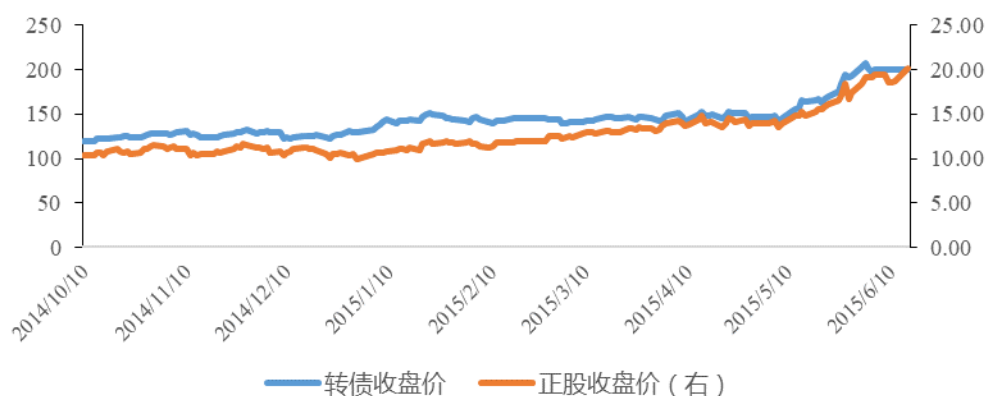
(17)、齐峰转债（128008.SZ）

表 29：齐峰转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	齐峰新材
正股代码	002521
所属行业	轻工制造-造纸
转股时市值(亿元)	96.62
公司简介	<p>公司是国内装饰原纸行业少数掌握高档装饰原纸核心技术的龙头企业，是科技部认定的国家新材料产业化基地骨干企业，拥有山东省科技厅认定的山东省高档装饰原纸工程技术研究中心、国内唯一的装饰原纸院士工作站，技术力量雄厚。公司主要从事高档装饰原纸研发、生产和销售。装饰原纸是一种工业特种用纸，主要用于纤维板、刨花板等多种人造板的饰面，是一种“以纸代塑、以纸代木”的优良环保材料，广泛应用于酒店、商场、写字楼、各类娱乐文化场所、大型场馆等中高档建筑装饰装修、家居装饰装修。目前，公司拥有人造板贴面的彩色贴面原纸、人造板贴面的印刷原纸、表层耐磨纸等多项自主研发的核心发明专利，外观设计专利。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 27: 齐峰转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

开始转股日齐峰新材的股价已经开始上涨，之后触发赎回，投资人选择转股，从而获得较高的收益，总体而言，齐峰新材股价呈现一个向上的趋势。

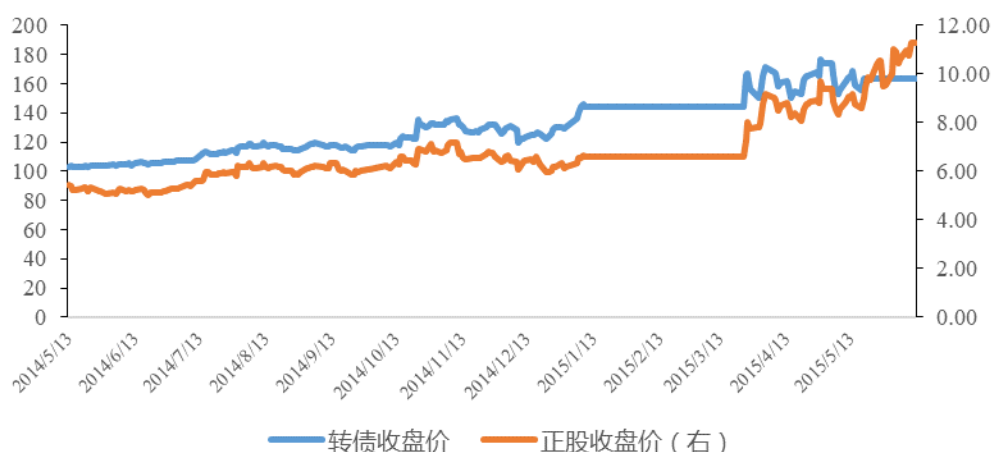
（18）、齐翔转债（128005.SZ）

表 30: 齐翔转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	齐翔腾达
正股代码	002408
所属行业	化工·化学制品·聚氨酯
转股时市值(亿元)	157.19
公司简介	<p>公司专注于对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。目前已形成碳四丁烯组分综合利用产品线、异丁烯组分综合利用产品线和丁烷组分综合利用产品线三条产品线。公司主要产品甲乙酮生产厂家数较少，公司甲乙酮设计产能18万吨/年，实际产量超过20万吨/年以上，为全球产能最大的单套甲乙酮装置，国内产销份额均占比50%左右。公司先后对甲乙酮装置共进行120余项技术革新与改造，形成了专有的甲乙酮生产技术，所生产的甲乙酮在成本、转化率、产品质量上都优于同行业。此外，公司还与其他科研单位联合开发了副产氢气精制技术，并成功实现了工业化，将原来直接排放的氢气回收利用，大大提高了资源利用率，也取得了良好的环境效益和经济效益。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 28: 齐翔转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

齐翔转债对应正股齐翔腾达在 2015 年初利用发行股份及支付现金购买资产，股票停牌，在股票复牌之后有一个明显的上涨，从而触发赎回，投资者陆续转股获得较高的收益。

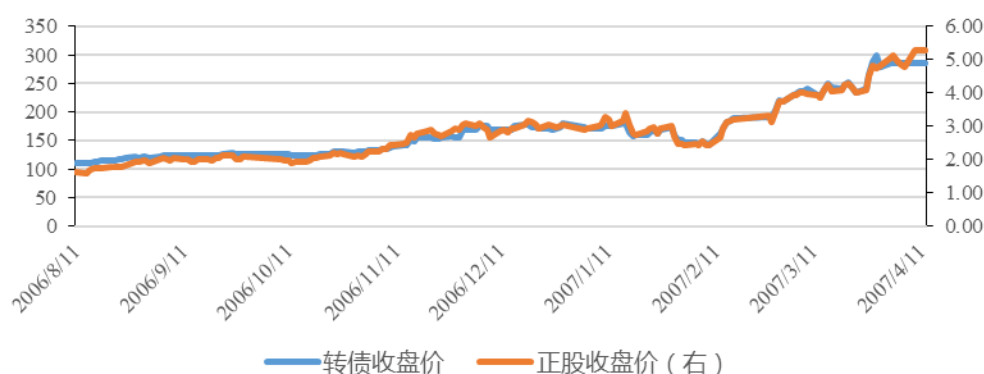
(19)、华发转债 (110325.SH)

表 31: 华发转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	华发股份
正股代码	600325
所属行业	房地产-房地产开发
转股时市值(亿元)	65.71
公司简介	公司是一家从事房地产开发的企业。公司"华发"品牌是珠海房地产行业的第一品牌，产品基本上是精装修的住宅小区。

数据来源：东北证券，Wind

图 29: 华发转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

从发行到摘牌，华发转债对应正股一直处于一个不断上涨的趋势，转股开始时，很快触发赎回，转债转股从而获得高收益。

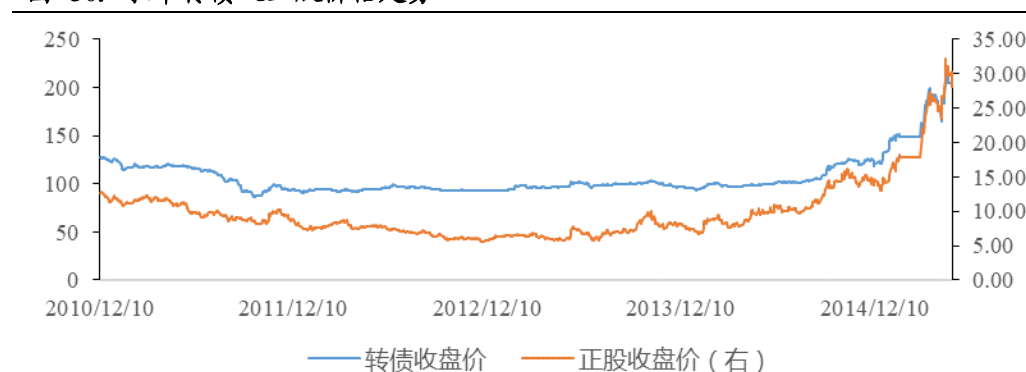
(20)、歌华转债 (110011.SH)

表 32: 歌华转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	歌华股份
正股代码	600037
所属行业	传媒-文化传媒-有线电视网络
转股时市值(亿元)	357.40
公司简介	公司是唯一一家负责北京地区有线广播电视网络建设开发、经营、管理和维护的网络运营商,公司从事广播电视节目收转传送和广播电视网络信息服务,是北京市科学技术委员会核定的高新技术企业。公司先后完成近、远郊区县有线电视网络的并购统一,现已形成覆盖全市 18 个区县、接入 270 万户的超大型有线电视光缆网络。目前,公司已开始了大规模的双向网改造,为广大用户提供宽带互联网接入服务;完成了数字有线电视系统平台的建设,开始数字有线电视的播出运营和推广应用,以适应"数字北京、科技奥运"的发展需求。

数据来源: 东北证券, Wind

图 30: 歌华转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

前期转债存续期前,转债对应正股价格波动并且有一定下滑,因此在前期投资者转股较少,在后期股价上升,投资者选择转股,获得较高的收益。

1、低收益转债

转股比例较低造成低收益

(1) 国投转债(110013.SH)

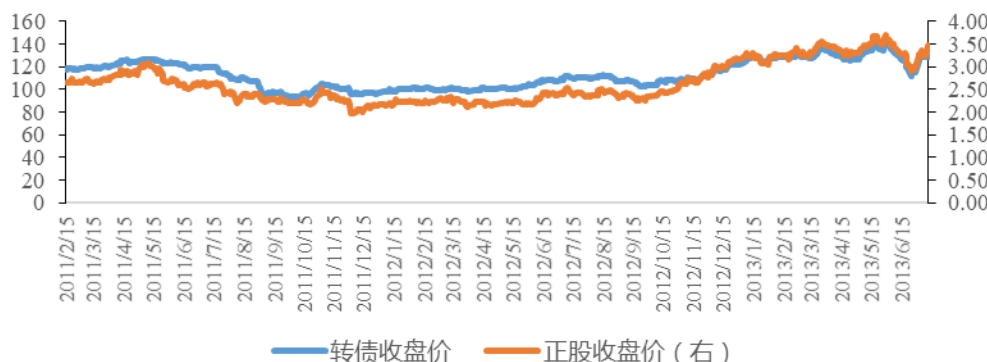
表 33: 国投转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	国投电力
正股代码	600886
所属行业	公用事业-电力-水电
转股时市值(亿元)	202.63
公司简介	公司于 2002 年由湖北兴化与国家开发投资公司进行资产置换后变更登记设立。公司是一家以水电为主、水火并济、风光互补的综合电力上市公司,水电控股装机在国内上市公司中第二,处于行业领先地位。公司经营范围主要包括投资建设、经营管理以电力生产为主的能源项目;开发及经营新能源项目、高新技术、环保产业;开发和经营电力配套产品及信息、咨询服务。其中,发电业务为公司的核心业务,

占公司营业总收入 95%以上。同时，为适应电力体制改革，公司正在开展以电为主的相关业务拓展。公司作为国家开发投资公司电力业务国内唯一资本运作平台，在公司的发展过程中，得到了国家开发投资公司的鼎力支持，通过资产注入，公司取得了雅砻江水电、国投大朝山等核心资产，实现公司快速做强做大。

数据来源：东北证券，Wind

图 31：国投转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债所对应正股价格在经历前期的下跌之后，在 2013 年上半年上涨触发赎回，但在选择转股的转债持有人中，多数在转股时价格已经开始下跌，从而收益并没有达到赎回所要求的 30%，最终由于转股价格下跌，23% 的投资者选择到期赎回而未选择转股。并且转债上市首日价格上涨 17%，从而最终收益转负。

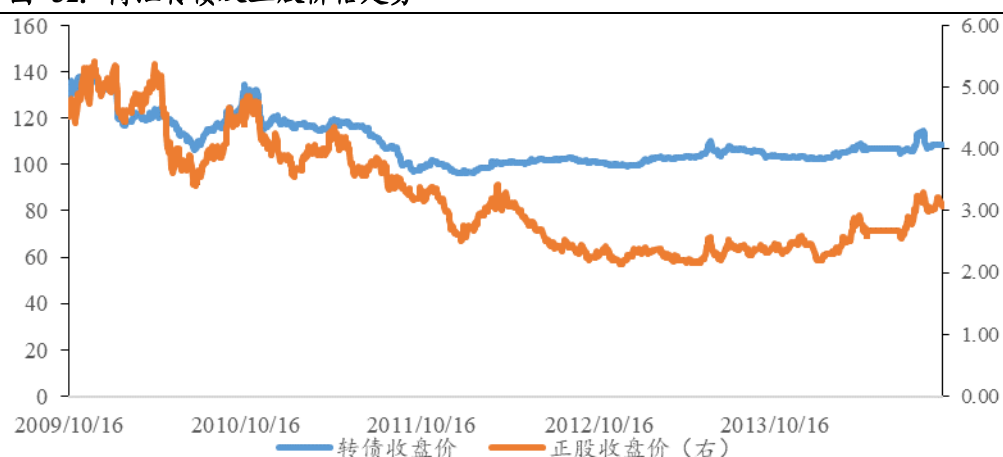
（2）博汇转债（110007.SH）

表 34：博汇转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	博汇纸业
正股代码	600966
所属行业	轻工制造-造纸
转股时市值(亿元)	36.72
公司简介	公司属造纸行业，主要产品有“博汇”烟卡、涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸等，是国家科技部认定的国家级高新技术企业。公司产品主要用户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等。公司由企管部、技术质量部、生产部、销售部成立了“质量管理小组”，具体负责产品质量的控制、售后管理，在生产线上采用先进的 DCS、QCS 工业控制系统，建立了严密的质量控制组织体系。

数据来源：东北证券，Wind

图 32: 博汇转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债发行后股价震荡下跌, 在 2012 年 10 月博汇纸业选择转股价下修, 从 10.29 下修到 6.16, 但后期股价总体走势平稳, 无好的转股机会, 在到期赎回前, 部分转债持有人选择转股, 30%左右的持有人选择到期赎回, 从而转债收益很低, 并且上市首日转债上涨 27.11%, 从而收益转负。

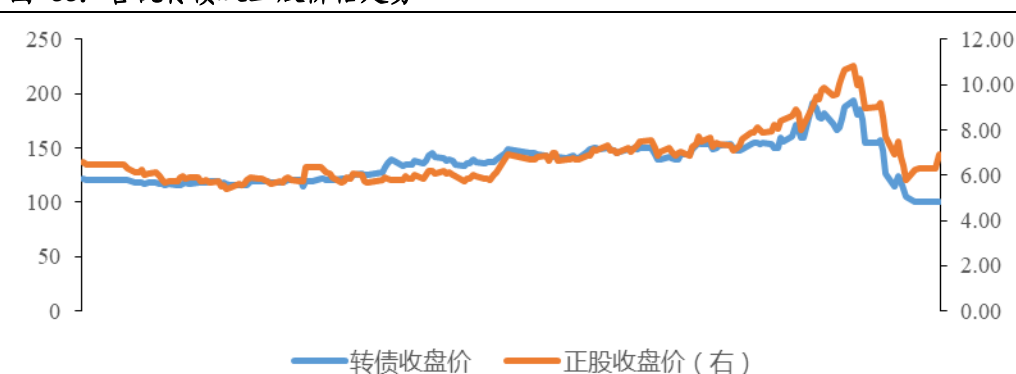
(3) 吉视转债 (113007.SH)

表 35: 吉视转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	吉视传媒
正股代码	601929
所属行业	传媒-文化传媒-有线电视传媒
转股时市值(亿元)	198.62
公司简介	公司是吉林地区大型的文化产业类国有企业, 主要经营吉林省地区有线电视网络的规划建设、经营管理、维护和广播电视节目的接收、转发、传输业务, 以传输视频信息和开展网上多功能服务为主业。公司依托已经建立的交互式现代媒体服务平台, 形成了广播电视传输基本业务、数字电视增值业务、宽带双向交互业务和基于有线电视网络的网络服务业务四大主营业务。

数据来源: 东北证券, Wind

图 33: 吉视转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

吉视转债在 2015 年 5 月股价高点时触发赎回，但多数转债持有人未在股价高点及时转股，之后股价开始下跌，由于已经开始赎回，部分转债持有人不得已选择转股，38%的转债选择赎回。因此虽然吉视转债转股时是牛市，但由于未及时转股因此获得收益较低。

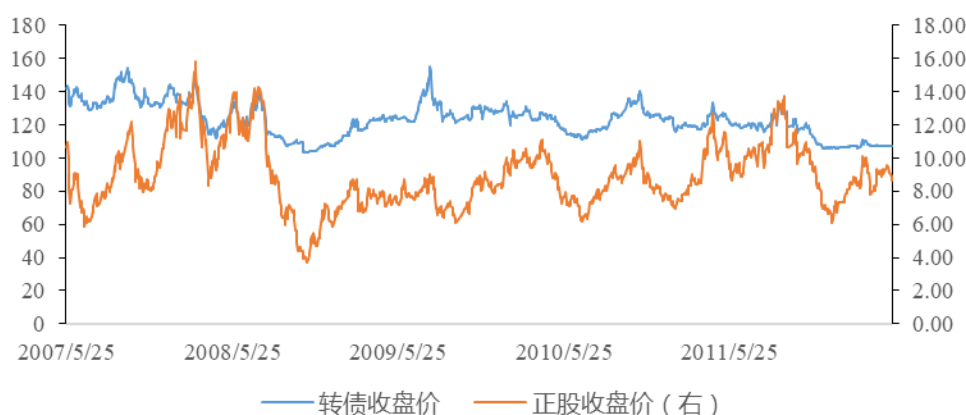
(4) 澄星转债 (110078.SH)

表 36: 澄星转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	澄星股份
正股代码	600078
所属行业	化工-化学制品-磷化工及磷酸盐
转股时市值(亿元)	86.10
公司简介	公司是一个产、供、销、工、贸为一体，产品经营、贸易经营、资本经营相结合的民营化工企业。公司产品涉及磷酸、三聚磷酸钠、磷酸氢钙、黄磷、五氧化二磷等多种磷酸产品，是国内精细磷化工生产企业中综合规模最大、品种最多的企业，曾被评为“国家级高新技术企业”。

数据来源：东北证券，Wind

图 34: 澄星转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

正股波动性较大，但在转债存续期间并未向下修正转股价，在此期间正股并没有很好地表现，转债转股期间主要在 2008 年与 2011 年，总体而言按面值计算有一定的收益但收益率较低，而该转债上市首日收盘价上涨较多，为 141.94 元，从而导致其以上市首日计算的收益率为负。

(5) 双良转债 (110009.SH)

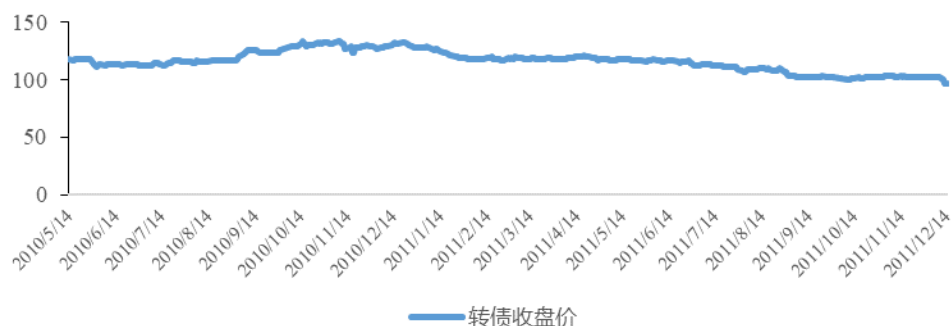
表 37: 双良转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	双良节能
正股代码	600481
所属行业	机械设备-通用机械-制冷空调设备
转股时市值(亿元)	无
公司简介	公司是目前中国节能行业中规模最大、技术最先进，集科技研发、设计、生产、销售、服务为一体的大型企业。现涵盖机械制造、化工两大产业，是集溴化锂吸收

式机组、空冷凝气系统、海水淡化系统、高效换热器、苯乙烯、EPS 六大主营业务的大型节能系统供应商，是最具国际竞争力的名牌企业之一。

数据来源：东北证券，Wind

图 35：双良转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后正股表现较差，在 2011 年 9 月触发回售，90%的转债持有人选择在此回售，从而转债的收益率很低。

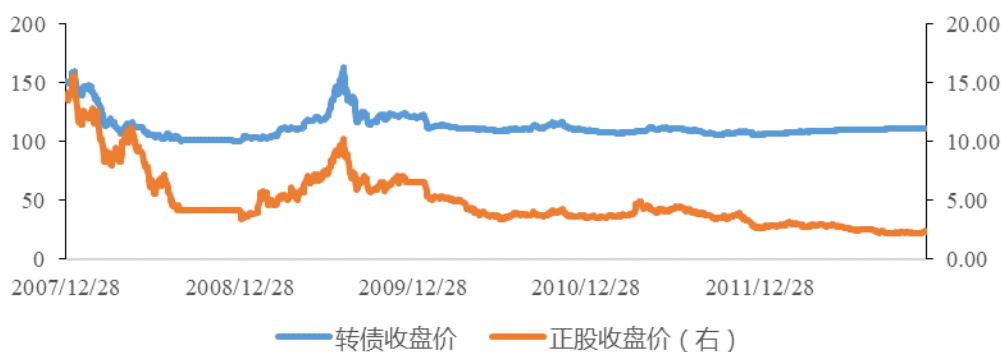
(6) 唐钢转债 (125709.SZ)

表 38：唐钢转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	河钢股份
正股代码	000709
所属行业	钢铁-普钢
转股时市值(亿元)	无
公司简介	<p>公司是国内最大钢铁上市公司之一。公司主业装备已经实现了现代化和大型化，整体工艺装备达到国际先进水平，具备年产 3000 万吨的铁钢材综合生产能力，综合竞争实力发生了质的飞跃，产品结构实现了多元化，倾力打造精品板材、优质建材、钒钛制品三大基地。目前，公司产品覆盖了汽车、石油、铁路、桥梁、建筑、电力、交通、机械、造船、轻工、家电等 20 多个重要应用领域。在一大批闻名中外的工程项目建设中，公司产品发挥出关键作用，公司正站在新的起点上，正焕发勃勃生机，以科学发展观为指导，以打造“国内领先、国际一流”的钢铁企业为目标，不断提高综合效益和增强核心竞争力，为国家经济发展做出贡献和回馈广大股东。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 36：唐钢转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

唐钢转债自上市开始正股价格便不断下跌，在转债持有期间，所属正股河钢股份多次发出回售公告，但转债持有人均未选择回售，虽然 2009 年初股价有一定的上涨，但由于河钢股份并未在前期股价下行时下修股价，因此股价依旧低于转股价，从而没有转债持有人转股。后期股价表现更差，在投资者未选择回售的情况下最终转债到期赎回，从而仅获得债券收益，而在转债上市首日，转债价格上涨 51%，因此该转债最终的收益低。

转股时间过早造成低收益

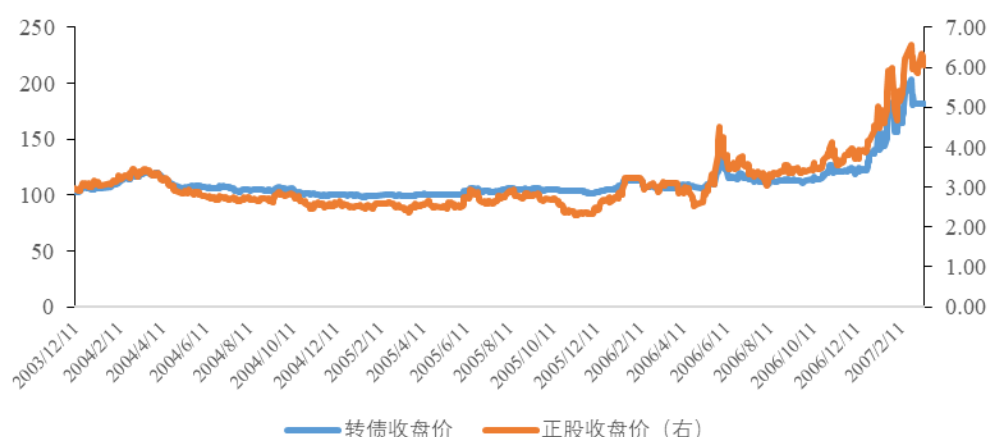
(1) 邯钢转债（110001.SH）

表 39：邯钢转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	邯钢钢铁（已退市）
正股代码	600001
所属行业	钢铁
转股时市值（亿元）	46.44
公司简介	<p>公司是国内主要钢铁企业之一，年产钢达 800 万吨。主要产品为板材、建材，通过近几年的产品结构调整，板材产品已达到公司钢铁产品销售收入的 70%，已经从一家建筑钢材生产企业转变为板材生产企业。2005 年，邯钢在河北省百强企业中名列首位，在中国企业 500 强中名列第 74 位，在全国制造业中名列第 28 位，位居全国纳税百强企业第 62 位。并成为国际钢铁协会会员单位。先后荣获全国质量效益型先进企业、全国五一劳动奖状、全国优秀企业(金马奖)和全国文明单位等称号。未来将以建设 460 万吨精品板材生产线为核心。2008 年 12 月唐钢股份分别与邯钢钢铁、承德钒钛签署了《换股吸收合并协议》。唐钢股份换股吸并邯钢钢铁，换股价格为 4.10 元/股，邯钢钢铁与唐钢股份的换股比例为 1:0.775。本次换股吸收合并完成后，唐钢股份作为合并完成后的存续公司，将成为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市公司。公司于 2009 年 12 月 29 换股实施退市。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 37：邯钢转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在前期转债对应正股价格有所下滑，邯钢钢铁小幅下修了转股价。在后期，多数转债持有人在 2006 年 3 月之前选择转股，从而转股收益较小，但不排除持有股

份从后期股价上涨中获益。

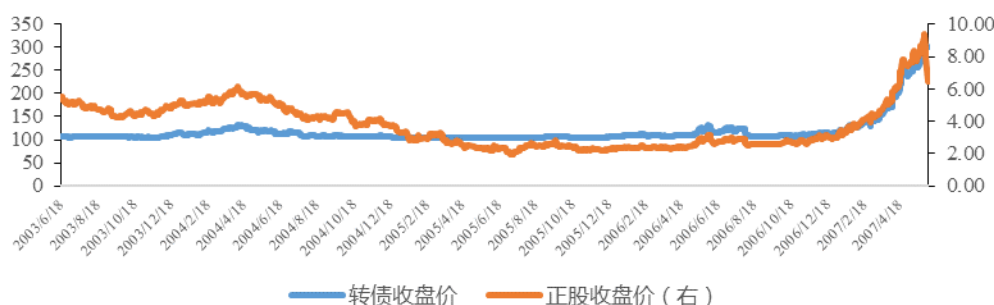
(2) 华电转债 (100726.SH)

表 40: 华电转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	华电能源
正股代码	600726
所属行业	公用事业-电力-火电
转股时市值(亿元)	14.06
公司简介	公司是中国华电集团公司控股拥有的国内最早的国有大型电力上市公司,是黑龙江省和电力工业部的股份制试点企业,主营业务为发电、供热和电表销售,是哈尔滨市、齐齐哈尔市、牡丹江市和佳木斯市等主要大中城市的供热主体。在龙江地区占据较大的发电、供热市场份额,具有较强的整体竞争优势。

数据来源: 东北证券, Wind

图 38: 华电转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债对应正股股价前期下跌, 华电能源多次选择向下修正股价, 2006 年 6 月到 8 月股价波动, 大部分转债持有人选择转股, 因此总体收益较低, 而后期股价持续大幅上涨, 因此不排除持有股票到后期收益较高的情况。

(3) 万科转 2 (126002.SZ)

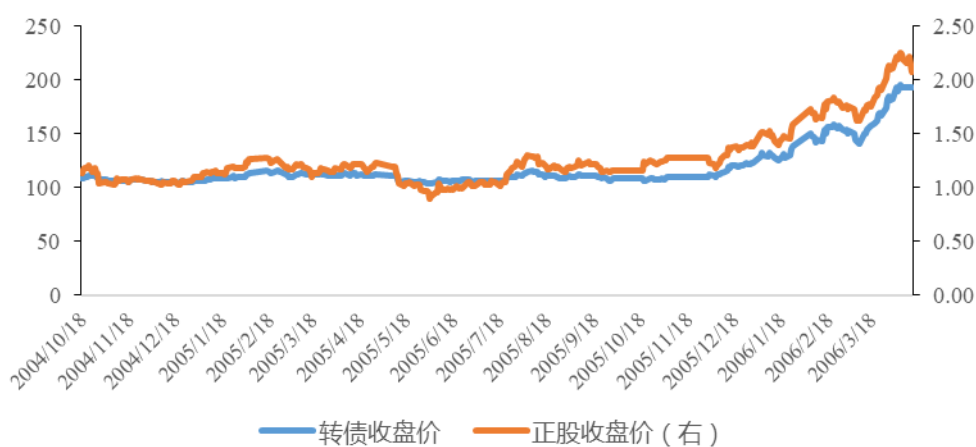
表 41: 万科转 2 对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	万科 A
正股代码	000002
所属行业	房地产-房地产开发
转股时市值(亿元)	105.68
公司简介	公司是中国最大的专业住宅开发企业, 中国大陆首批公开上市的企业之一。在多年的经营中, 公司坚持“不囤地, 不捂盘, 不拿地王”的经营原则; 实行快速周转、快速开发, 依靠专业能力获取公平回报的经营策略。产品始终定位于城市主流住宅市场, 主要为城市普通家庭供应住房。公司坚持快速销售、合理定价, 要求各地下属公司楼盘推出后当月销售率达到 60%以上。同时, 公司坚持规范经营, 不追求高利润率。公司致力于通过规范、透明的企业文化和稳健、专注的发展模式, 成为最受客户、最受投资者、最受员工、最受合作伙伴欢迎, 最受社会尊重的企业。

凭借公司治理和道德准则上的表现，公司连续八次获得“中国最受尊敬企业”称号。

数据来源：东北证券，Wind

图 39：万科转 2 及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债对应正股在 2006 年价格持续上涨，但转债持有人多数在 2005 年底转股，因此收益较低，但由于后期价格持续上涨，因此不排除转股之后持有从而后期收益较高的情况。

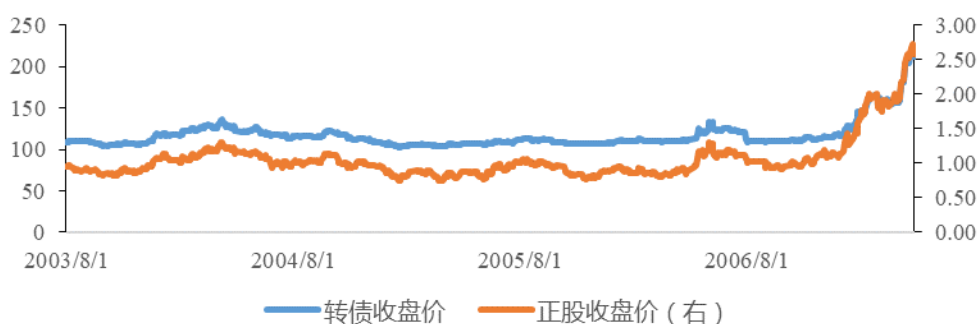
（4）国电转债（100795.SH）

表 42：国电转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	国电电力
正股代码	600795
所属行业	公用事业-电力-火电
转股时市值(亿元)	52.12
公司简介	<p>公司是中国国电集团公司控股的全国性上市发电公司，是中国国电集团公司在资本市场的直接融资窗口和实施整体改制的平台。目前拥有直属及控股企业 76 家，参股企业 20 家，筹建处 7 家。公司资产结构优良，所属企业分布东北、华北、华东、华南、西南、西北等 21 个省、市、自治区。近年来，国电电力始终坚持科学发展，突出质量效益，做强做优主业，推动转型升级，公司电源结构和布局得到持续优化。截至 2016 年底，公司控股装机容量 5088.15 万千瓦，其中新能源和清洁可再生能源装机占总装机容量的 33.67%。控制煤炭资源储量约 20 亿吨，生产煤矿产能 1090 万吨/年。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 40: 国电转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债所对应正股前期价格较平稳, 在 2006 年后半年价格迅速上涨, 从而触发赎回, 但多数转债持有人在 2006 年价格迅速上涨前已经选择转股, 因此以当日股价所计算的收益率较低, 由于后期股价迅速上涨, 因此也不排除后期卖出同时获得高收益的可能。

上市首日转债价格较高造成低收益

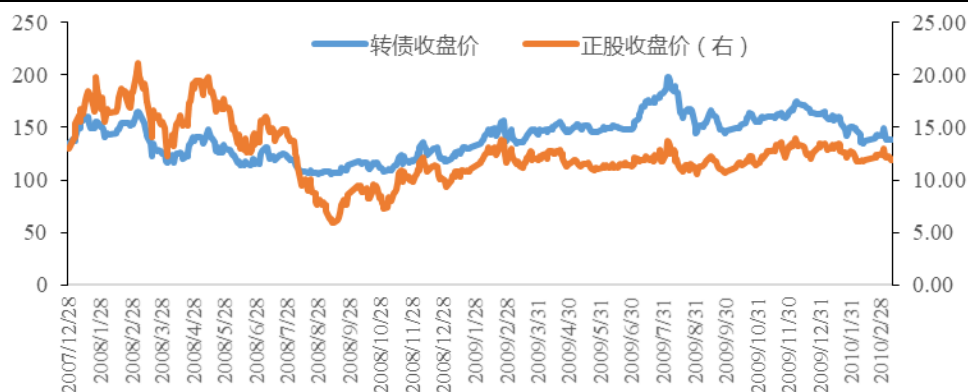
(1) 大荒转债 (110598.SH)

表 43: 大荒转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	北大荒
正股代码	600598
所属行业	农林牧渔-种植业-粮食种植
转股时市值(亿元)	243.54
公司简介	公司是我国目前规模最大、现代化水平最高的农业类上市公司和优质商品粮生产基地, 具有明显的规模、资源、技术、管理、绿色产品等优势。公司拥有丰富的耕地资源和可垦荒地资源, 主要分布在世界上土质最肥沃的三大黑土带之一的三江平原上, 是一个举世闻名的“天然粮仓”。公司作为国家农业产业化的标志性企业, 目前主业仍以粮食作物为主, 主营产品包括水稻、大豆、小麦、玉米等粮食作物和辅业产品尿素、造纸等。

数据来源: 东北证券, Wind

图 41: 大荒转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

前期转债对应正股下跌，北大荒选择向下修正股价，从 14.05 修正到 10.08，后期股价上涨，不断转股，2010 年北大荒选择提前赎回，几乎所有转债在一个较高的价格上转股，获得较高的收益，但转债上市首日价格达到 135 元，因此最终收益较低。

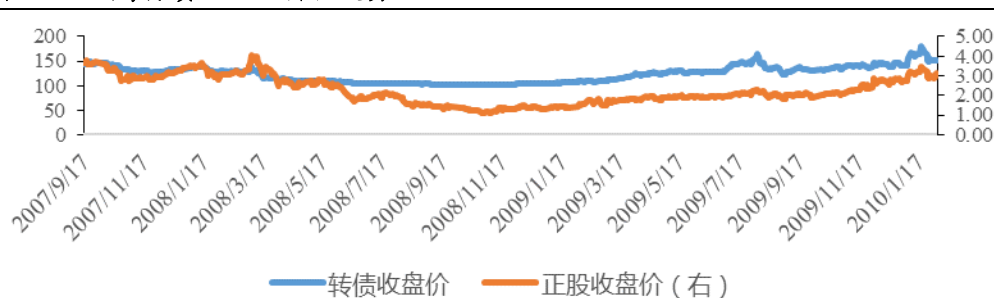
(2) 山鹰转债 (110567.SH)

表 44: 山鹰转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	山鹰纸业
正股代码	600567
所属行业	轻工制造-造纸
转股时市值(亿元)	29.71
公司简介	<p>公司是安徽省最大的包装纸板生产企业和国家大型一档造纸工业企业，同时是国家火炬计划重点高新技术企业和科技部技术创新重点联系企业，生产规模持续扩大。公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，“山鹰”牌被评为“中国著名品牌”，“山鹰牌”箱纸板为国家免检产品，广泛用于家电、纺织、医药、电子、水果饮料等多种商品的外包装和报纸书刊，市场前景广阔。公司在发展造纸的同时持续扩大纸箱经营规模，积极向下游产业链延伸，先后在马鞍山、苏州、扬州、杭州等地设立了多家子公司，大力发展瓦楞箱板纸箱业务，并且已建立了覆盖十余个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 42: 山鹰转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在前期，转债对应正股价格持续下跌，在 2009 年 4 月，山鹰纸业向下修正转股价，从 7.31 下修到 4.24，后期股价大幅上涨，从而触发赎回，转债持有人转股获得较高的收益，但上市首日转债价格达到 143.54 元，最终收益率偏低。

(3) 汽模转债 (128001.SH)

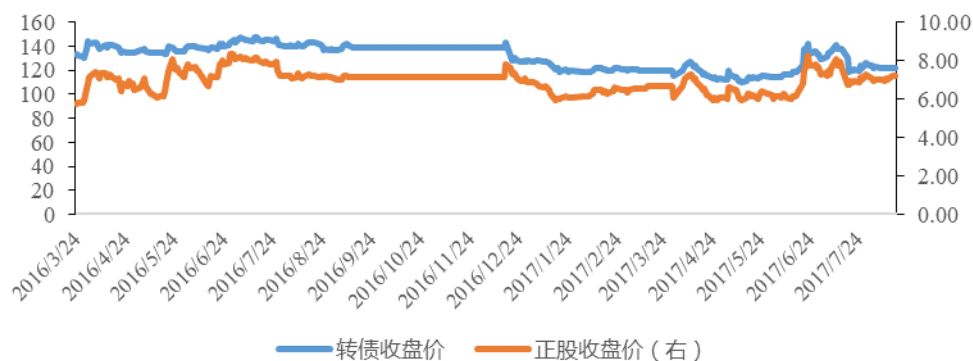
表 45: 汽模转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	天汽模
正股代码	002510
所属行业	汽车-汽车零部件
转股时市值(亿元)	64.95

公司简介	<p>公司是国内最大的汽车覆盖件模具供应商，是行业内真正实现规模化出口的模具企业。公司以模具开发制造为主体，并提供新车开发全套“模、检、夹”工艺装备和整车技术协调服务，通过为汽车厂商加工车身冲压件进入汽车零部件制造领域。公司拥有稳定而广泛的客户资源，公司坚持创新，始终走在行业前列。公司是中国模具行业重点骨干企业、中国汽车覆盖件模具重点骨干企业，拥有汽车模具行业唯一的博士后科研工作站，并被认定为天津市高新技术企业、天津市企业技术中心。</p>
------	--

数据来源：东北证券，Wind

图 43: 汽模转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后股价有一定的上涨，在 2017 年 6 月股价高点时触发赎回，大部分转债持有人选择转股，获得较高的收益，但转债上市首日价格达到 133.5 元，从而最终收益较低。

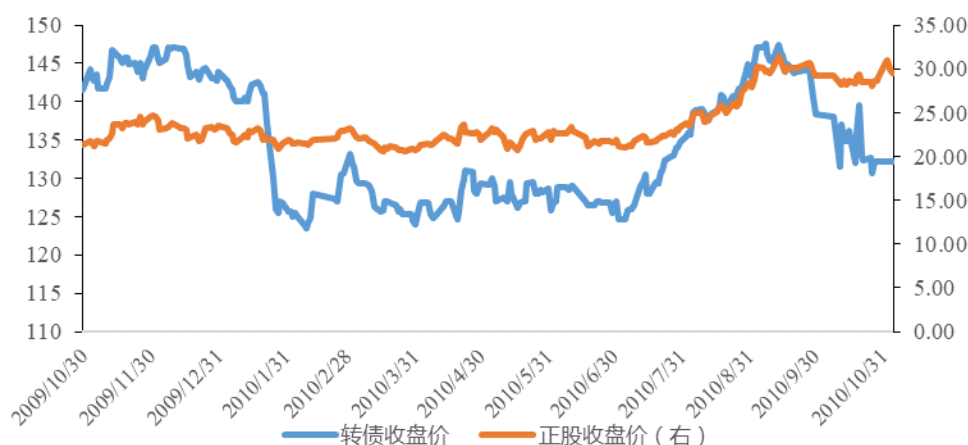
(4) 王府转债 (110008.SH)

表 46: 王府转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	王府井
正股代码	600859
所属行业	商业贸易-一般零售-百货
转股时市值(亿元)	185.77
公司简介	<p>公司是一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业。公司紧紧围绕“提升、发展”两大主题，在全国积极推进百货连锁发展，在华北、华南、西南等区域已开设了 16 家百货门店，初步完成了主业连锁的战略布局，在竞争中取得了相对的优势地位。公司目前已是国家商务部重点扶持的大型流通企业，市场影响力日益扩大，综合实力稳步提升</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 44: 王府转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后正股走势较为平稳，而转债价格处于不断调整中，有一定的波动，后期转债触发赎回条款，转债转股产生较大收益，但转债上市首日收盘价达到 141.52 元，从而最终转债收益率为负。

(5) 赤化转债 (110227.SH)

表 47: 赤化转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	赤天化
正股代码	600227
所属行业	医药生物-化学制药-化学制剂
转股时市值(亿元)	34.29
公司简介	<p>公司是全国首批 300 家重点企业和国务院 100 家建立现代企业制度试点企业，是贵州省科委认定的高新技术企业和国家产业政策重点扶持的农用化工企业，主营业务为尿素的生产和销售，经营范围包括：氮肥、磷肥、复合肥、化工产品(不含化学危险品)的生产、销售；生物工程制品(不含预防用生物制品)及生物制药的研究、开发、生产、销售；健康食品、功能性食品、绿色环保产品的研究、开发、生产、销售；资本运营及相关投资业务。2016 年，公司在现有氮肥和甲醇化工业务、医药流通业务的基础上，增加医药制造业务，公司战略转型为医药健康+化工双主业发展的综合性公司。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 45: 赤化转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

2008 年 5 月股价较高, 但转债持有人并未选择转股, 之后股价持续下跌, 赤天化在 2008 年 10 月选择将转股价从 13.75 下修到 6.94, 后期股价上涨触发赎回, 从而转债持有人选择转股获得较高的收益, 但由于上市首日转债收盘价达到了 162.1 元, 导致最终以上市首日收盘价计算的收益率为负。

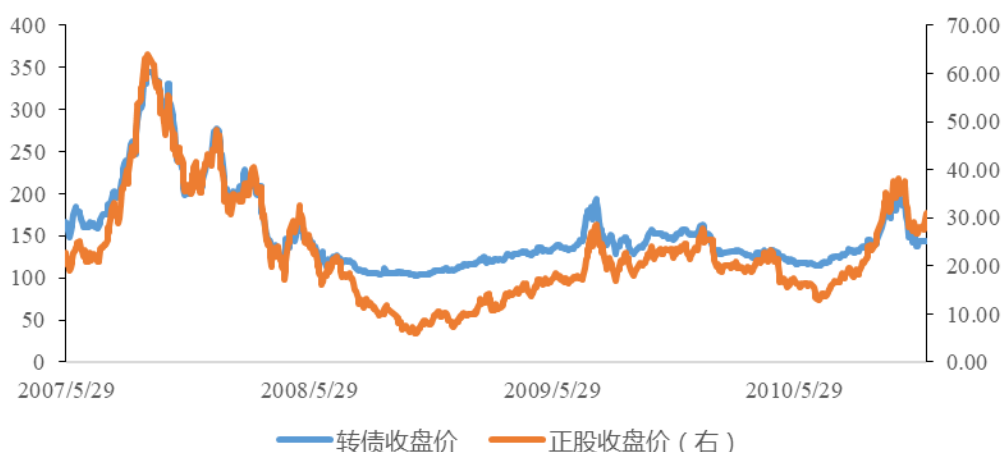
(6) 锡业转债 (125960.SZ)

表 48: 锡业转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	锡业股份
正股代码	000960
所属行业	有色金属-稀有金属-其他稀有小金属
转股时市值(亿元)	238.28
公司简介	公司是云南锡业集团有限责任公司控股的国内上市公司, 是中国最大的锡生产出口基地, 主要产品有锡锭、锡铅焊料、铅锭、锡化工、锡材产品, 共 20 多个系列 300 多个品种。公司拥有世界上最先进的采、选、冶、深加工成套技术, 拥有世界上最完整的锡采选冶及深加工产业链, 拥有矿山勘探、采掘、选冶、锡化工、锡、铜、铅及其他有色金属深加工纵向一体化的产业格局。

数据来源: 东北证券, Wind

图 46: 锡业转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市前期股价大幅上涨，但并未在转股期，转股开始时股价已经开始下滑，转股并无实质收益，后期股价走势较为平稳并在 2010 年触发赎回，直接收益较高，但在转债上市首日收盘价达到了 167.05 元，从而造成以上市首日计算收益率为负。

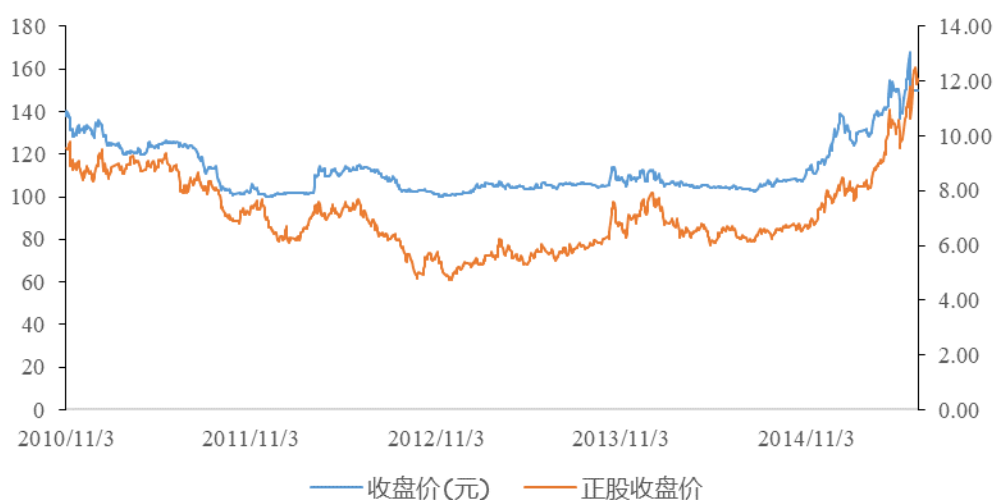
(7) 燕京转债 (126729.SZ)

表 49: 燕京转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	燕京啤酒
正股代码	000729
所属行业	食品饮料-饮料制造-啤酒
转股时市值(亿元)	184.93
公司简介	公司是中国最大啤酒企业集团之一。公司总部是亚洲最大的啤酒生产厂。

数据来源：东北证券，Wind

图 47: 燕京转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

正股价格在转债上市后不断下跌，燕京转债共两次向下修正转股价，第一次从

21.66 修正到 15.37，在此次修正后 70%左右的投资者选择转股，但此时相对并无多少收益，第二次从 15.37 修正到 7.58，由于前期股价较低时多数转债持有者已经选择转股，因此虽然后期股价大幅上涨，但总体收益依旧很低，同时转债在上市第一天收盘价达到 140 元，以上市第一天收盘价计算的转债收益更低。

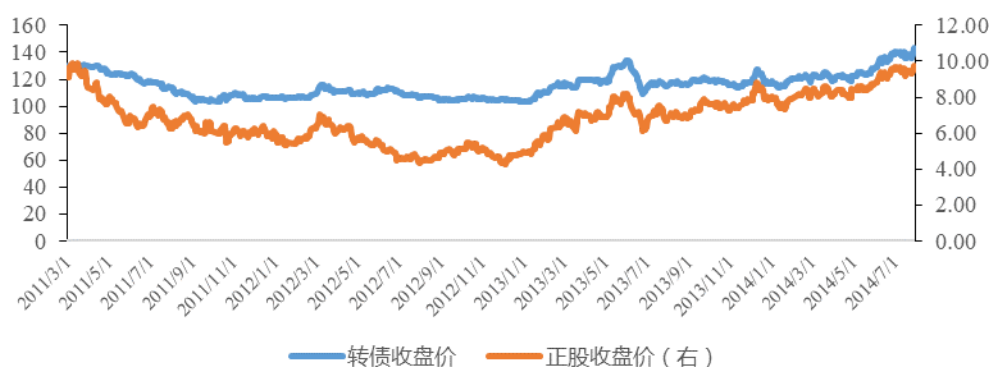
(8) 中鼎转债 (125887.SZ)

表 50: 中鼎转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	中鼎股份
正股代码	000887
所属行业	汽车-汽车零部件
转股时市值(亿元)	104.3
公司简介	公司于 2006 年在收购 ST 飞彩的基础上通过借壳方式重组设立，为中国密封件行业第一股，主导产品“鼎湖”牌橡胶密封件和特种橡胶制品广泛应用于汽车、工程机械、石油化工、船舶铁路、航天军事等行业领域。公司在国内同行业中具有稳固的主导地位，并在国际市场上具有较强的影响力和知名度，产品正越来越成为国内外高端战略客户的第一选择。公司装备先进，具有较强的技术开发和创新能力，通过立足自主研发、“产学研”紧密结合以及对引进技术的消化、吸收和再创新，掌握具有国际先进水平的核心技术，能够满足主机厂同步开发战略需求。

数据来源：东北证券，Wind

图 48: 中鼎转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后正股价格不断下跌，2011 年 10 月中鼎股份选择向下修正转股价，从 18.04 修正到 12.66，之后股价上涨触发赎回，转债转股获得较高的收益，但转债上市首日收盘价达到 130 元，从而最终收益较低。

股价高点时未及时转股造成低收益

(1) 歌华转债 (110037.SH)

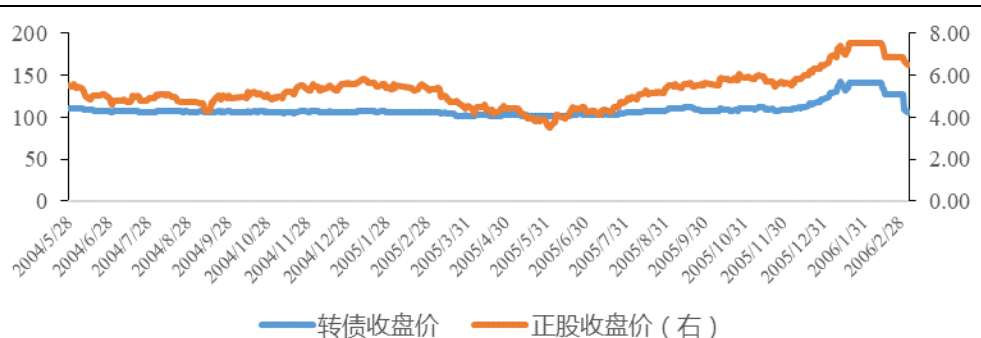
表 51: 歌华转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	歌华有线
正股代码	600037
所属行业	传媒-文化传媒-有线电视网络
转股时市值(亿元)	88.82

公司简介	<p>公司是唯一一家负责北京地区有线广播电视网络建设开发、经营、管理和维护的网络运营商，公司从事广播电视节目收转传送和广播电视网络信息服务，是北京市科学技术委员会核定的高新技术企业。公司先后完成近、远郊区县有线电视网络的并购统一，现已形成覆盖全市 18 个区县、接入 270 万户的超大型有线电视光缆网络。目前，公司已开始了大规模的双向网改造，为广大用户提供宽带互联网接入服务；完成了数字有线电视系统平台的建设，开始数字有线电视的播出运营和推广应用，以适应“数字北京、科技奥运”的发展需求。</p>
------	---

数据来源：东北证券，Wind

图 49：歌华转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

前期股价较为平稳，在 2015 年 6 月由于股价下跌从而对转股价小幅下修，之后股价上涨，触发赎回，但多数转债持有人选择转股时股价已经大幅下跌，从而收益远低于赎回所要求的 30%。

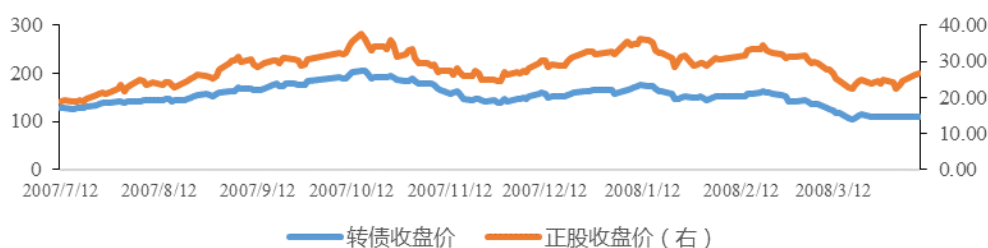
(2) 中海转债 (110026.SH)

表 52：中海转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	中远海能
正股代码	600026
所属行业	交通运输-航运
转股时市值(亿元)	586.67
公司简介	<p>公司已由地区性航运公司，成长为以油运、煤运为核心业务的远东地区最大航运公司之一，在中国及远东地区航运市场占据了重要地位。公司是中国最大的油品运输企业，公司与沿海沿江的主要炼化企业建立了长期运输合作关系，是国内沿海、沿江主要炼化企业的最大沿海原油运输供应商。公司在沿海煤炭运输中占有主导地位，不但与华东地区主要电力公司、钢铁企业建立了长期合作关系，是华东地区电力企业和钢铁企业的最大煤炭运输供应商。此外，公司还积极开展其它干散杂货运输业务。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 50: 中海转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债上市后股价上涨, 并在 2008 年 1 月 2 日转股日开始后很快触发赎回, 但多数转债持有人转股时股价已经开始下降, 因此转债转股的收益并未超过触发赎回条件的 30%, 同时上市首日转债上涨 28.57%, 从而导致最终收益为负。

3、其他收益可转债

转债价格与正股价格相关系数较低

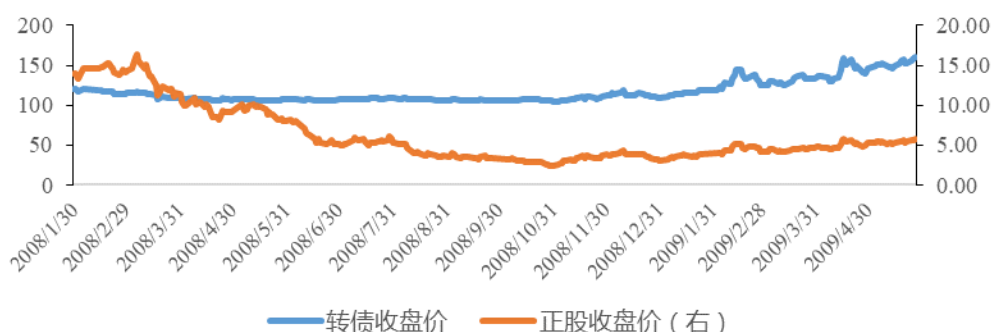
(1) 海马转债 (125572.SZ)

表 53: 海马转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	海马汽车
正股代码	000572
所属行业	汽车-汽车整车-乘用车
转股时市值(亿元)	51.13
公司简介	<p>公司是一家拥有汽车及汽车发动机研发、制造、销售、物流配送及相关业务的完整业务链布局的公司。公司秉承“开放合作、学习创新、自主多赢”的发展理念, 坚持“先做精、后做强、再做稳、不争大”的经营理念, 形成了海口、郑州与上海“两岸三地”的产业布局。公司产品分布 A00 级至 B 级, 覆盖面包车、轿车、MPV、SUV 四大领域, 拥有福仕达、海马王子、丘比特、福美来、普力马、骑士等产品系列。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 51: 海马转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债上市第一年对应正股表现极差, 正股价格持续下跌, 海马汽车在 2008 年 8 月与 11 月两次向下修正转股价, 最终转股价从 18.28 下修到 2.6 元, 到 2009 年股价缓慢上升, 最终触发赎回, 从而获得较高的收益。因此虽然海马汽车股价与海马转

债的价格相关系数很低,但由于转股价的下修幅度较大,在股价大幅下跌时,依旧使转债最终实现较好的收益。

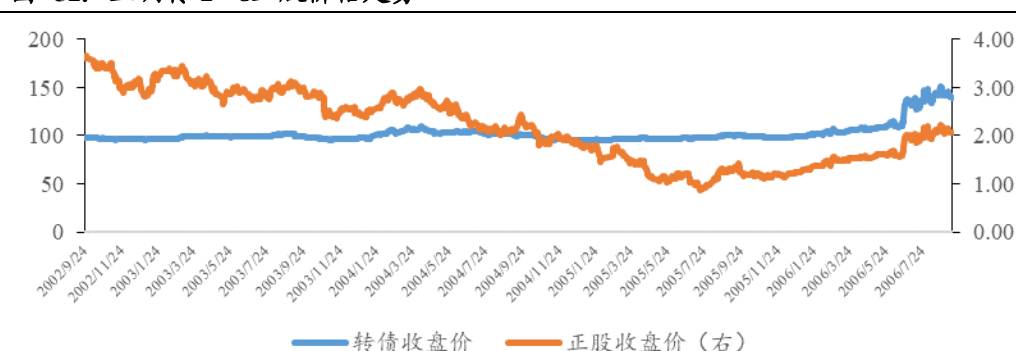
(2) 丝绸转 2 (126301.SZ)

表 54: 丝绸转 2 对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	东方市场
正股代码	000301
所属行业	公用事业-电力-热电
转股时市值(亿元)	21.62
公司简介	公司主要业务涉及对东方市场进行经营和管理,并提供电力、热能、广告等多项服务。公司下设市场经营管理部、盛泽热电厂、纺织后整理区管理部等 3 家分公司(分厂), 6 家子公司, 2 家联营企业。公司将以盛泽千年丝绸历史和商贸文化为财富, 充分利用建设盛泽成为世界级纺织产业基地的发展机遇, 依托良好的区域市场环境, 通过对公司核心区域开发升级、优化区域内纺织产业配套等资本运作与资源整合, 并积极参与创投、股权投资等业务, 创新投资机制, 不断完善企业综合服务功能, 积极发挥纺织业现代综合服务商的作用, 推动和引导区域纺织产业升级, 实现公司战略发展规划, 实现股东权益最大化。

数据来源: 东北证券, Wind

图 52: 丝绸转 2 及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债上市后, 对应正股长时间持续下跌, 东方市场在 2003 年 3 月, 2004 年 6 月, 2005 年 9 月, 三次进行转股价的下修, 最终转股价从 8.78 下修到 3 元, 在 2006 年股价开始上涨, 触发赎回, 因而转债获得一个较高的收益。转债及其对应正股相关系数很小, 但由于转股价下修幅度较大, 从而在股价大幅下跌后, 在之后的上涨中也能获得高的收益。

(3) 恒源转债 (110971.SH)

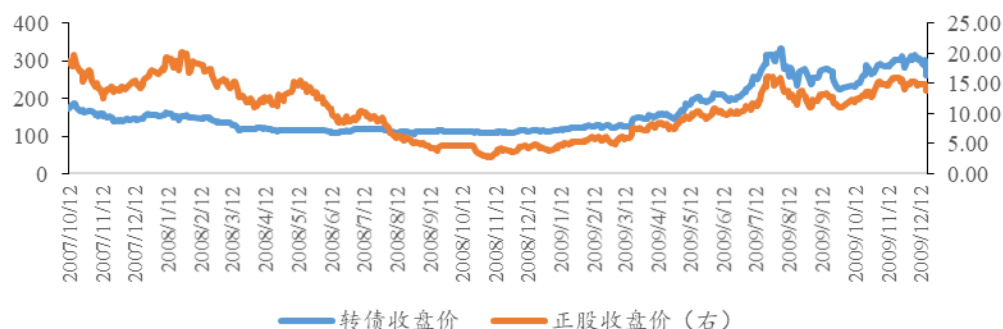
表 55: 恒源转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	恒源煤电
正股代码	600971
所属行业	采掘-煤炭开采
转股时市值(亿元)	86.80
公司简介	公司主营煤炭开采、洗选、销售业务, 现有两对主力矿井, 一座改造中的刘桥

洗煤厂和建设中的电厂项目。其中刘桥一矿矿井设计年生产能力为 120 万吨，刘桥一矿矿井设计年生产能力为 180 万吨。公司生产的煤炭属特低硫、特低磷、中低灰分、高热量的优质贫煤，是电力行业优良的动力用煤，主要供应华东地区低挥发分机组电厂。

数据来源：东北证券，Wind

图 53: 恒源转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债在 2008 年 3 月 24 日开始转股后股价持续下跌，2008 年 7 月和 9 月，2009 年 4 月三次下修转股价，最终转股价从 50.88 大幅下修至 12.88 元，之后正股价格大幅度上涨，涨幅超过两倍，从而促进转债转股，获得很高的收益。同时，恒源转债上市首日涨幅是所有转债上市首日上涨幅度最大的，达到 70%，因此最终恒源转债整体收益仅为 50% 左右。因此恒源转债的收益受到转股价下修和上市首日转债大幅上涨的共同影响。

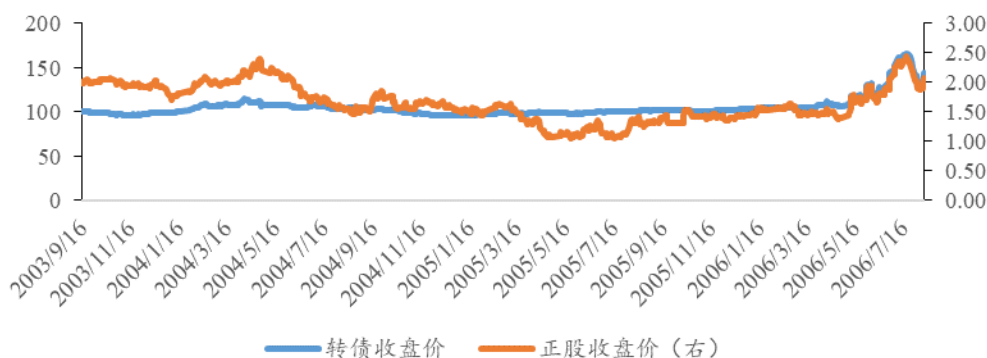
(4) 华西转债 (125936.SZ)

表 56: 华西转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	华西股份
正股代码	000936
所属行业	化工-化学纤维-涤纶
转股时市值(亿元)	13.37
公司简介	<p>公司主营业务分为涤纶化纤的研发、生产和销售，石化物流仓储，投资并购和资产管理。公司拥有一个省级科技中心，拥有多个发明专利、实用新型专利、高新技术产品和特许经营许可证。目前，公司自主研发的水刺、荧光增白等产品已成功进入欧美高端市场。公司还将与高校和科研院所进行产学研合作，进一步开发新型特种纤维。经过十多年的经营发展，华西化纤在涤纶短纤维市场已树立了诚信品牌形象，拥有了一大批长期客户，保证了市场的稳定性，同时在产品价格上也形成了一定的优势。公司利用自身的设备优势和人才优势，成功地开发了高端、差异化产品，提高了产品的附加值，并在差异化纤维领域占有领先地位，在一些差异化产品上有了定价权，提高了企业的效益。公司已通过 ISO 质量、环境、安全三位一体认证，现场管理大力推进“5S”管理和全面推行内部风险控制等，有效促进了公司内部各项管理水平的提升和经营风险的管控，促进了企业的健康持续发展。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 54: 华西转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转股开始前期，正股股价表现较差，股价缓慢下跌，在 2005 年 12 月，2006 年 2 月和 5 月，分别三次下调转股价，从 6.46 下修至 2.8 元，在 2006 年后半段正股价格上涨，从而促进转股，获得一定的收益。因此虽然前期正股表现不好，但通过转股价的下修，使转债投资者最终获得一个较好的收益。

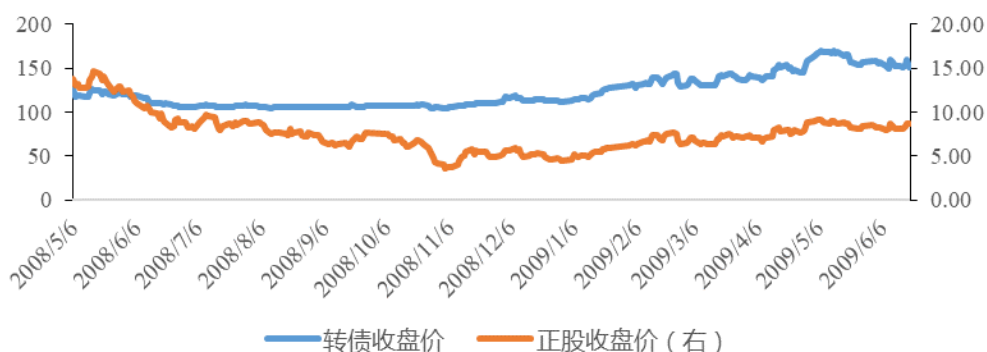
(5) 柳工转债 (125528.SZ)

表 57: 柳工转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	柳工
正股代码	000528
所属行业	机械设备-专用设备-工程机械
转股时市值(亿元)	116.7
公司简介	公司是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业，是中国工程机械第一家上市公司。主营业务为工程机械及相关业务。产品有装载机、挖掘机、起重机、压路机、推土机、叉车、平地机、铣刨机、摊铺机、滑移装载机、挖掘装载机、吊管机、矿用卡车等。

数据来源：东北证券，Wind

图 55: 柳工转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后，正股价格持续下跌，2008 年 11 月，柳工选择向下修正转股价，从 26.42 下修至 11.58，之后股价平稳上行，从而获得一定的收益。转股价的下修幅度较大，从而使转债在股价大幅下跌时依旧可以有一定的收益。

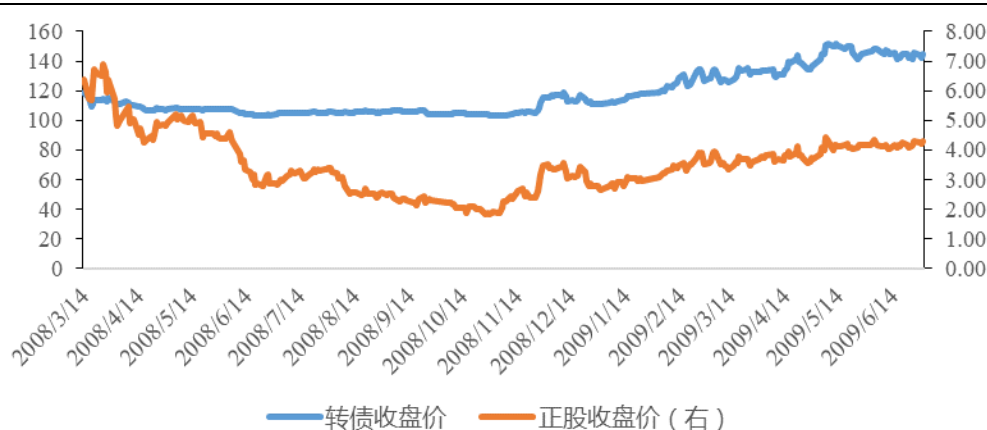
(6) 五洲转债 (110368.SH)

表 58: 五洲转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	五洲交通
正股代码	600368
所属行业	交通运输-高速公路
转股时市值(亿元)	32.79
公司简介	公司主营公路的经营与管理、物流贸易、房地产开发。公司深耕公路主业,按照“简单、专注、可持续”的发展理念,集中精力做好收费公路及延伸业务,精心培育物流与地产业务,调整发展小贷金融业务。

数据来源: 东北证券, Wind

图 56: 五洲转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债自上市后股价持续下跌,2008 年 10 月,五洲交通选择下修转股价,从 10.07 下修至 4.73,之后股价缓慢上行,促进转股从而获得一定的收益。虽然股价在前期大幅度下跌,但转股价大幅向下修正,使转债持有人获得了相当的收益。

(7) 阳光转债 (100220.SH)

表 59: 阳光转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	江苏阳光
正股代码	600220
所属行业	纺织服装-纺织制造-毛纺
转股时市值(亿元)	18.92
公司简介	公司属于纺织制造业中的毛纺织行业,同时有子公司从事热电产业。主要从事精纺呢绒面料、毛纺、电汽的生产和销售。公司是国内规模最大的精纺呢绒生产企业和薄型面料生产基地,行业地位高,品牌知名度高,规模优势突出;公司科研实力雄厚,装备水平先进,在纺织行业内技术优势明显。公司每年为国内外主要服装企业提供高端毛纺面料,是全球顶级品牌服装长期供应商。

数据来源: 东北证券, Wind

图 57：阳光转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后股价有一定的下降，2002 年 12 月江苏阳光选择向下修正转股价，从 11.41 下修到 9.13 元，从而在 2004 年股价明显上涨中，获得一定的收益。虽然江苏阳光下修幅度较小，但也使转债投资者从中获利。

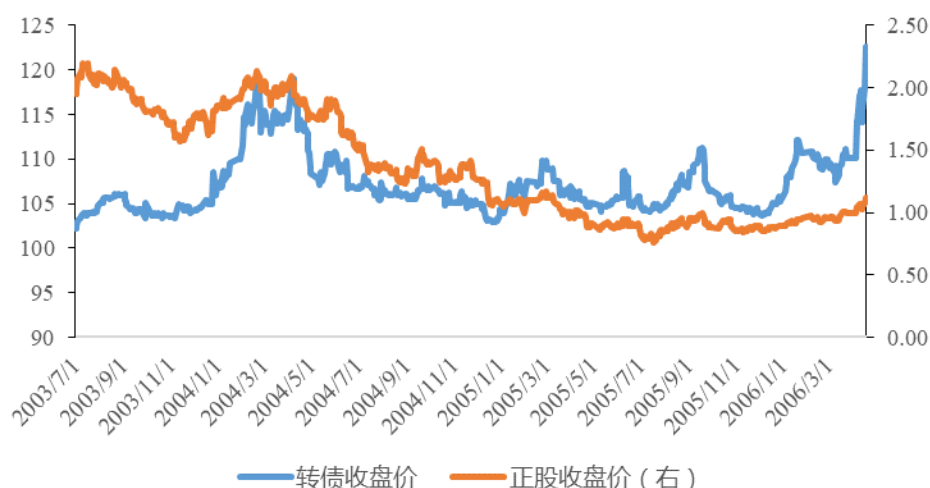
(8) 山鹰转债 (100567.SH)

表 60：山鹰转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	山鹰纸业
正股代码	600567
所属行业	轻工制造-造纸
转股时市值(亿元)	8.54
公司简介	<p>公司是安徽省最大的包装纸板生产企业和国家大型一档造纸工业企业，同时是国家火炬计划重点高新技术企业和科技部技术创新重点联系企业，生产规模持续扩大。公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，“山鹰”牌被评为“中国著名品牌”，“山鹰牌”箱纸板为国家免检产品，广泛用于家电、纺织、医药、电子、水果饮料等多种商品的外包装和报纸书刊，市场前景广阔。公司在发展造纸的同时持续扩大纸箱经营规模，积极向下游产业链延伸，先后在马鞍山、苏州、扬州、杭州等地设立了多家子公司，大力发展瓦楞箱板纸箱业务，并且已建立了覆盖十余个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系。</p>

数据来源：东北证券，Wind

图 58: 山鹰转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

从 2004 年下半年开始, 转债对应正股价格便持续下跌, 山鹰纸业共计 5 次向下修正转股价, 从最初的 8.41 一直修正到 3.32, 从而后期股价有所上涨, 转债获得一定的收益。山鹰纸业对转股价多次下修原因在于股价的持续下跌, 这也保证了转债持有人可以获得好的收益。

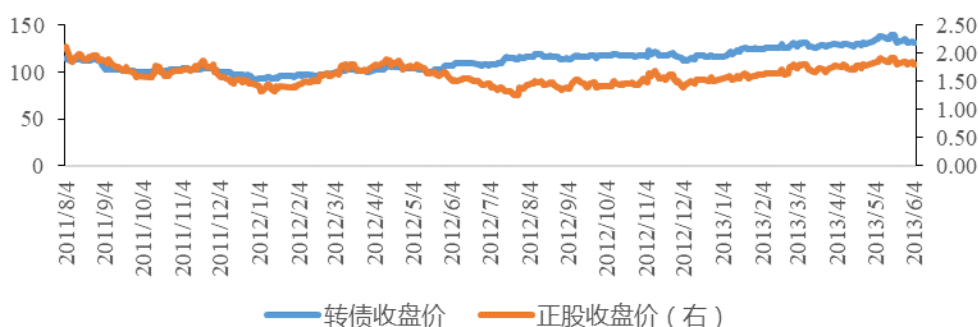
(9) 巨轮转 2 (129031.SZ)

表 61: 巨轮转 2 对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	巨轮智能
正股代码	002031
所属行业	机械设备-专用设备-其他专用设备
转股时市值(亿元)	123.67
公司简介	<p>公司是一家致力于汽车子午线轮胎模具、汽车子午线轮胎设备等装备和相关技术的开发、制造及销售的专业公司, 多年来, 公司产品畅销全国, 国内市场占有率在行业中排名第一; 公司品牌形象日渐提升, 产品远销美国、东南亚、欧洲等国家市场, 国际客户订货明显增加, 被美国固特异、英国邓禄普、法国米其林、日本普利司通、意大利皮列里等国际轮胎巨头列入全球采购供应体系, 成为国内外高端客户的主流供应商。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 59: 巨轮转 2 及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后正股价格有一定的波动，在 2012 年 8 月正股价格处于较低区间，巨轮智能选择下修转股价，从 8.05 下修到 5.47 元，后期转股价缓慢上涨，带来一定的收益。

转股时点的选择

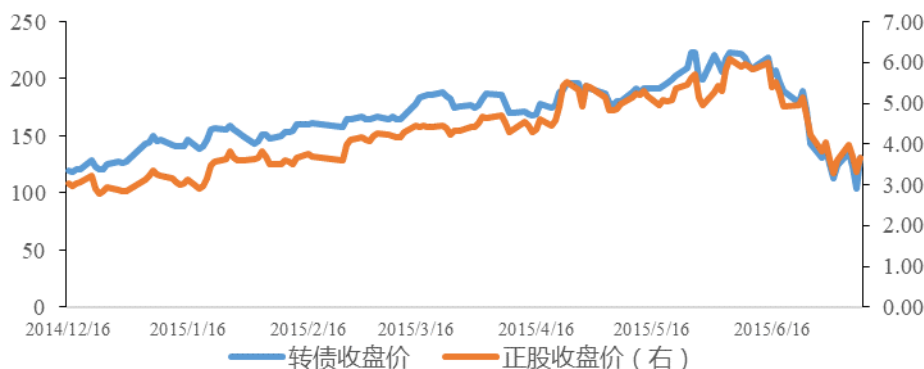
(1) 洛钼转债 (113501.SH)

表 62: 洛钼转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	洛阳钼业
正股代码	603993
所属行业	有色金属-稀有金属-其他稀有小金属
转股时市值(亿元)	484.90
公司简介	公司是以钼钨的采、选、冶、深加工为主，集科研、生产、贸易为一体的企业。主要从事钼、钨及黄金等稀有金属的采选、冶炼、深加工、贸易、科研等，拥有钼采矿、选矿、焙烧、钼化工和钼金属加工上下游一体化的完整产业链条。主要产品包括钼系列及钨系列稀有金属产品，以及黄金、白银等稀有金属及电解铅产品等，产品远销美洲、欧洲、韩国、日本、东南亚、香港等国家和地区。

数据来源：东北证券，Wind

图 60: 洛钼转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后股价一直上行，2015 年 6 月 2 日转股开始时股价依旧处于高点，一段时间的高点后直接触发赎回，但转债投资人在此时未选择转股，在赎回公告期，正股价格开始持续下降，此时转债持有人依旧没有选择转股，在 2015 年 7 月，临近赎回日，转债持有人才选择转股，此时股价已较低，从而错过了转股收益较高的时点。因此洛钼转债收益较低是由于投资者自身转股时间选择不恰当引起的。

(2) 新钢转债 (110003.SH)

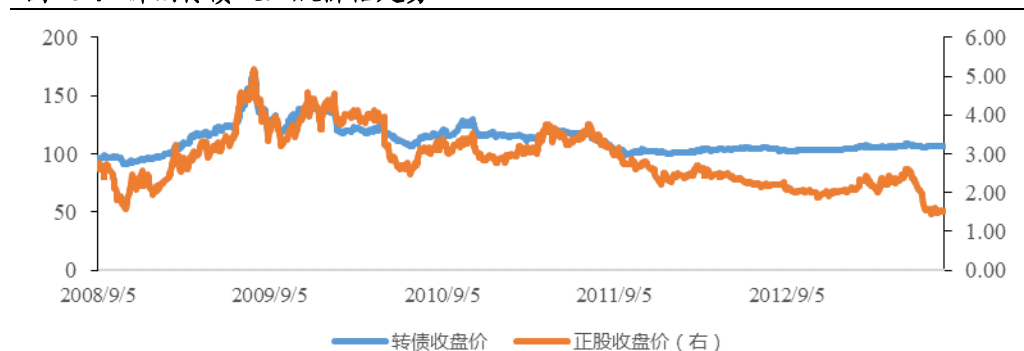
表 63: 新钢转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	新钢股份
正股代码	600782
所属行业	钢铁-普钢
转股时市值(亿元)	206.63

公司简介	公司是中国冶金系统第一家先进技术型中外合资企业，专业生产各类预应力钢绞线、预应力钢丝、铝包钢线、钢芯铝绞线等产品，并提供技术咨询和服务。公司旗下拥有钢绞线厂、铝包线厂、钢丝厂等核心企业，产品广泛应用于公路铁路桥梁、高速公路、电力传输、通讯等领域。
------	---

数据来源：东北证券，Wind

图 61：新钢转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在转债上市前期，股价在一定程度上上涨，但此时投资者均未选择转股，从而到后期股价持续下跌，尽管公司选择调整转股价，但依旧没有出现好的转股机会，最终转债到期赎回。导致到期的原因，不仅是因为后期正股表现较差，还在于前期，当股价处于高点时，投资者均未选择转股，从而错失了很好的收益率。

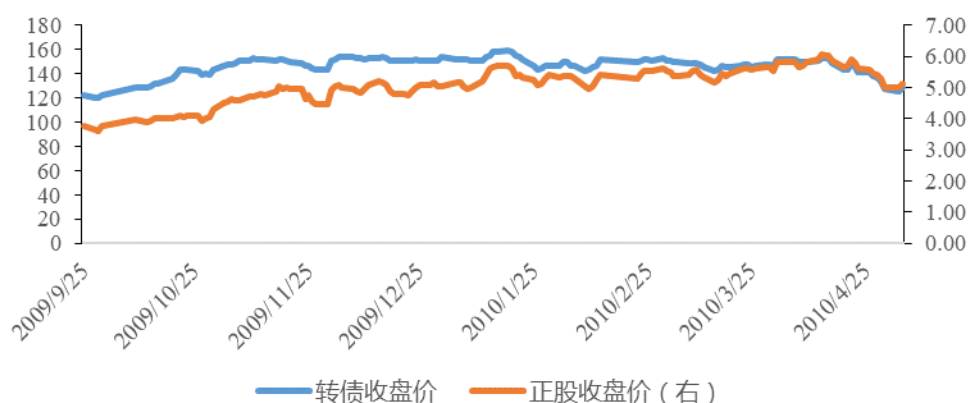
(3) 龙盛转债 (110006.SH)

表 64：龙盛转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	浙江龙盛
正股代码	600352
所属行业	化工-化学制品-纺织化学用品
转股时市值(亿元)	170.04
公司简介	公司成立于 1970 年，目前已成为化工、钢铁汽配、房地产、金融投资四轮驱动的综合跨国企业集团。目前制造业业务以染料、助剂、中间体等特殊化学品为主，以纯碱、硫酸等基础化学品为辅。2010 年，公司通过启动债转股控股德司达全球公司，开始掌控染料行业的话语权。在全球的主要染料市场，公司拥有超过 30 个销售实体，服务于 7,000 家客户，约占全球近 21% 的市场份额，在所有的关键市场都有着销售和技术的支持，在 50 个国家设有代理机构，拥有在 12 个国家的 18 家工厂，龙盛世界客户群包括知名国际品牌如 NIKE、ADIDAS、SWAL-MART、LEVIS 等。

数据来源：东北证券，Wind

图 62: 龙盛转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债自上市起正股就持续上涨, 在转债开始转股后直接触发赎回, 但此时投资者并没有选择转股, 从而错失了很好地转股机会, 之后股价下跌, 在赎回日之前, 转债持有者基本选择转股, 但此时转股收益已经下降。

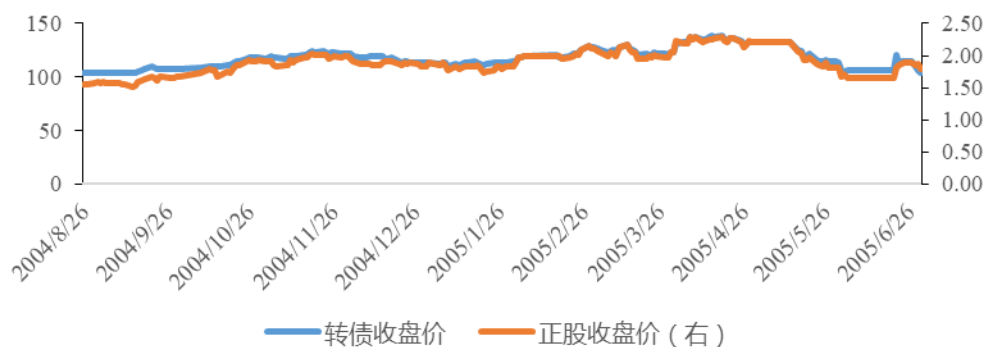
(4) 金牛转债 (125937.SZ)

表 65: 金牛转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	冀中能源
正股代码	000937
所属行业	采掘-煤炭开采
转股时市值(亿元)	18.00
公司简介	<p>公司前身河北金牛能源股份公司, 依托自身资源优势及技术优势, 通过独立开发与兼并重组等方式实现资产及业务整合, 通过科技和管理创新实现有序开发, 坚持以煤为主的发展思路, 不断壮大煤炭主业, 在资源依托坚实、规模效应显著、抗风险能力较强基础上形成并巩固产业及产品优势。公司业务包括煤炭、化工、电力、建材四大板块, 其中煤炭为公司的主要产品。公司煤炭产品按用途分为炼焦煤和动力煤。其中, 炼焦煤具有低灰、低硫、粘结性强等特点, 主要用于钢铁行业; 动力煤具有低硫、低磷、高挥发分等特点, 主要用于发电、建材、化工等行业。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 63: 金牛转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债上市后，正股股价稳步上行，在 2005 年 4 月与 5 月股价达到最高点，但选择在此时转股的投资者较少，到 6 月份股价开始下跌，多数投资者才选择转股，但此时转股的收益已经较低。

上市首日价格对收益率影响

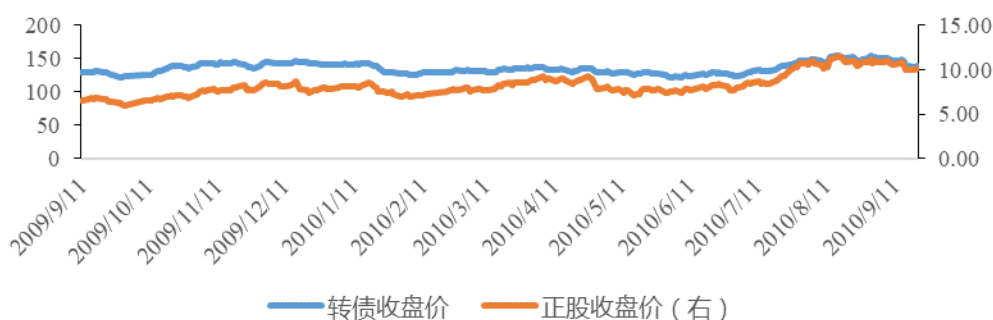
(1) 厦工转债 (110004.SH)

表 66: 厦工转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	ST 厦工
正股代码	600815
所属行业	机械设备-专用设备-工程机械
转股时市值(亿元)	80.02
公司简介	公司拥有厦门、三明、焦作、泰安等研发生产基地，具备年产 40000 台装载机、15000 台挖掘机、10000 台叉车、5000 台道路机械的生产能力，是国家重点生产装载机、挖掘机、叉车、道路机械、小型机械、环保机械、混凝土机械、桩工机械、起重机械、隧道掘进机械等产品的骨干大型一类企业，是当今中国最大的工程机械制造基地之一。公司作为中国人民解放军总装备部、总后勤部、武警总队、驻港澳部队、维和部队的军品承制单位，产品始终战斗在国防建设一线，曾随中国维和部队先后赴柬埔寨、刚果等地，参与世界维和行动。公司产品高效灵活、智能可靠、舒适安全，广泛运用于冶金采矿、仓储物流、农林水利、基础设施、市政环保、地下空间开发等综合工况。公司的城市地下开发系统，能够为客户量身定制系统建设方案，为构建新型海绵城市提供有力支持，助力创造优质生活环境。当前，公司正不断加大技术研发和改造投入，提升产品竞争力，实施国际化战略，完善工程机械产业链，旨在建立高效的企业运营机制、管理机制和人才机制，塑身成为中国领先、国际一流的工程机械企业。

数据来源：东北证券，Wind

图 64: 厦工转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后，正股价格缓慢上涨，之后触发赎回，此时投资者转股获得了一个比较好的收益，但转债上市首日收盘价 129.95 元，吸收了较多的收益，因此最终以上市首日收盘价计算的收益率并不高。

(2) 安泰转债 (125969.SZ)

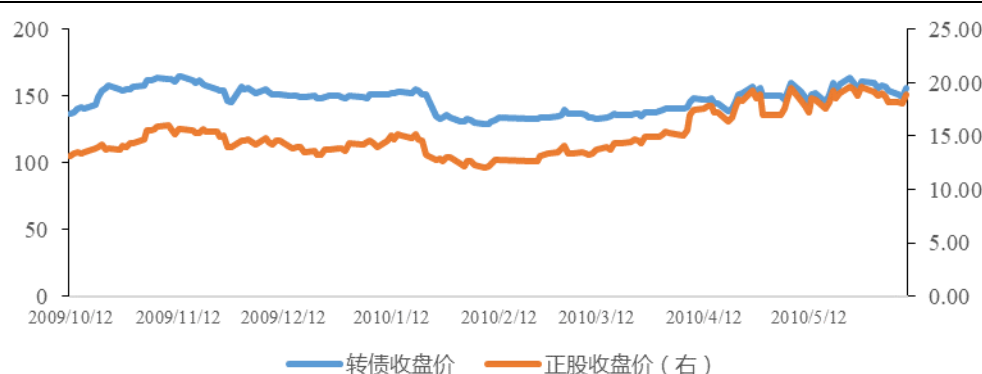
表 67: 安泰转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	安泰科技

正股代码	000969
所属行业	有色金属-金属非金属新材料-金属新材料
转股时市值(亿元)	149.14
公司简介	<p>公司是国家科技部及中科院联合认定的国家高新技术企业,也是被北京市科学技术委员会认定的骨干高新技术企业。公司以先进金属材料为主导产业,在“非晶/纳米晶带材及制品、发电与储能材料及制品、难熔材料及制品、粉末材料及制品、磁性材料及制品、焊接材料及制品、生物医用材料及制品、工程技术及装备、高速工具钢及人造金刚石工具等十个材料领域,为全球高端客户提供先进金属材料、制品及解决方案。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 65: 安泰转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债在转股开始后, 股价上涨并很快触发赎回, 此时投资者转股从而获得较高的收益, 但转债上市首日收盘价 136.6 元, 从而吸收了较多的收益率, 使最终以上市首日收盘价计算的收益率较低。

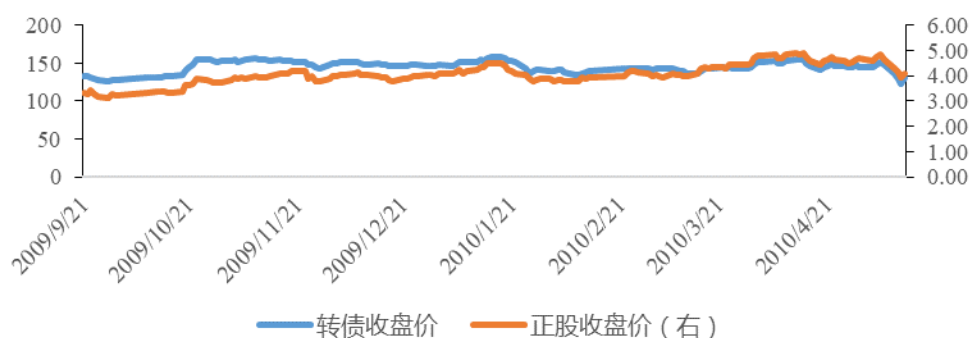
(3) 西洋转债 (110005.SH)

表 68: 西洋转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	大西洋
正股代码	600558
所属行业	机械设备-金属制品
转股时市值(亿元)	28.47
公司简介	<p>公司主要产品有碳钢电焊条、纤维素电焊条、低合金钢电焊条、不锈钢电焊条、低温钢电焊条、钼及铬钼耐热钢电焊条、镍及镍合金电焊条、堆焊电焊条、铸铁电焊条; MAG、MIG、和 TIG 的气体保护焊丝、埋弧自动焊丝和药芯焊丝; 以及适用于埋弧焊和电渣焊的各种熔炼型、烧结型和陶质型焊剂。“大西洋”焊接材料被国内外用户广泛用于电站锅炉、压力容器、核工业、航天、桥梁、船舶、车辆、石油、化工、水电、火电、冶金、高层建筑、重型机械设备及海上钻井平台等重要工程, 如举世闻名的长江三峡工程、黄河小浪底工程、大亚湾岭澳核电站、秦山核电站、田湾核电站、西气东输等工程。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 66: 西洋转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债在上市后正股价格缓慢上涨, 在转债存续后期股价下跌前转债持有人转股, 从而获得一定的收益, 但转债在上市首日收盘价 132.4 元, 吸收了较多的收益, 导致最终以上市首日收盘价计算的收益率较低。

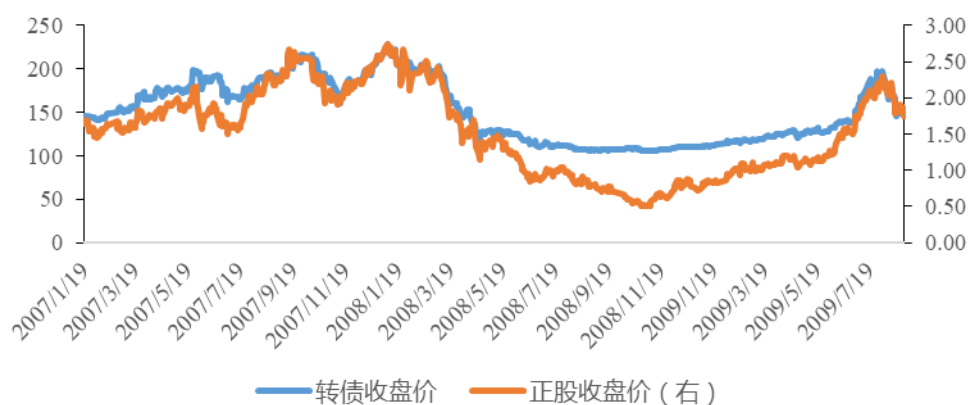
(4) 巨轮转债 (128031.SZ)

表 69: 巨轮转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	巨轮智能
正股代码	002031
所属行业	机械设备-专用设备-其他机械设备
转股时市值(亿元)	34.90
公司简介	<p>公司是一家致力于汽车子午线轮胎模具、汽车子午线轮胎设备等装备和相关技术的开发、制造及销售的专业公司, 多年来, 公司产品畅销全国, 国内市场占有率在行业中排名第一; 公司品牌形象日渐提升, 产品远销美国、东南亚、欧洲等国家市场, 国际客户订货明显增加, 被美国固特异、英国邓禄普、法国米其林、日本普利司通、意大利皮列里等国际轮胎巨头列入全球采购供应体系, 成为国内外高端客户的主流供应商。</p>

数据来源: 东北证券, Wind

图 67: 巨轮转债及正股价格走势



数据来源: 东北证券, Wind

转债上市后, 正股价格有明显的上涨, 但此时多数转债持有人未选择转股, 在

之后股价下跌，巨轮智能也未选择下修转股价，最后股价大幅上升，多数转债持有人选择转股从而获得较高的收益，但转债上市首日收盘价为 145.06 元，大幅吸收了转债所产生的收益，使以上市首日收盘价计算的收益率较低。

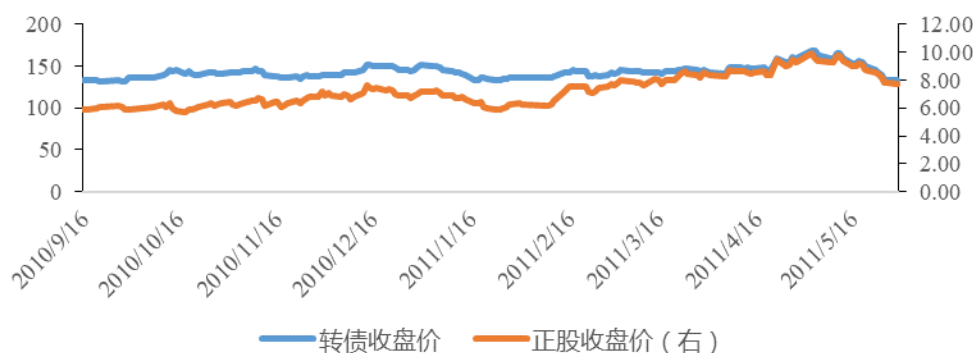
(5) 塔牌转债 (128233.SZ)

表 70: 塔牌转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	塔牌集团
正股代码	002233
所属行业	建筑材料-水泥制造
转股时市值(亿元)	90.99
公司简介	公司是全国 60 家水泥工业结构调整重点支持发展和广东省建材行业结构调整鼓励扶持发展的以水泥、混凝土及新型材料三大主业为主的跨地区、跨行业、关联多元化发展的梅州市骨干企业集团之一的大型企业集团。目前，已形成广东惠州、梅州、福建武平“三大”水泥生产基地，拥有 6 个大中型熟料、水泥生产企业，12 个全资子公司。

数据来源：东北证券，Wind

图 68: 塔牌转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

在转债上市后，正股价格缓慢上涨，触发赎回，大部分转债持有人在股价高点选择转股，从而获得较高的收益，但转债上市首日收盘价 134 元，从而吸收了转债大部分收益，使转债的最终收益较低。

未转股比例较高可转债

创业转债 (110874.SH)

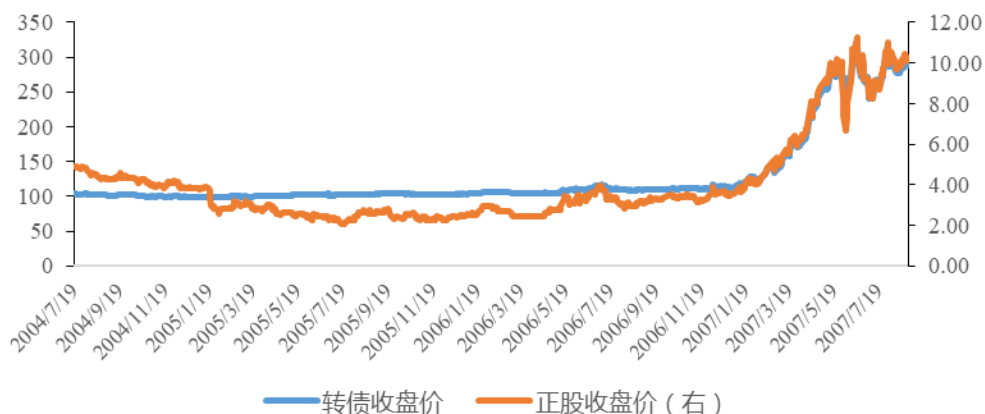
表 71: 创业转债对应正股基本信息

项目	基本信息
正股简称	创业环保
正股代码	600874
所属行业	公用事业-水务
转股时市值(亿元)	65.98
公司简介	公司是中国首家以污水处理为主业的 A、H 股上市公司(A 股代码: 600874; H 股代码: 1065), 也是国内环保领域的先行者和领先企业。经过多年的运营实践, 公司在水务、新能源供冷供热项目运营方面积累了丰富的管理经验, 培养了很多优

秀的技术和管理人员，很好的保证了项目的安全、稳定运营；在市场拓展方面，经过数年培育，公司已经建立起覆盖全国 11 省市的集团化市场开发体系，拥有区域化的市场支持团队；在科技研发方面，公司建立起市场化导向的研发体系，拥有污水、污泥、除臭、生物菌制剂、污泥等方面的 38 项自主科研专利。在人才建设方面，基于项目稳定运营需求的特质，以及多年市场开发、科技研发的积累，公司的员工和管理团队体现出专业、尽责、诚信、担当精神，成为公司未来发展的重要支撑。

数据来源：东北证券，Wind

图 69：创业转债及正股价格走势



数据来源：东北证券，Wind

转债上市后，正股价格持续下跌，创业环保在 2005 年 8 月发布回售公告，在 2005 年 8 月 11 日，接近 70% 的投资者选择回售，剩余 30% 左右的投资者等待机会一直到 2007 年，在股价快速上涨时转股获得较高的收益，但前期大量的回售拉低了转债的整体收益率。

分析师简介:

李勇,南开大学经济学博士,东北证券首席固收分析师。2015、2016年连续两次团队荣获新财富宏观经济分析师第4名。2014年-2017年,任职申万宏源证券高级宏观分析师;2017年6月加入东北证券研究所。

刘辰涵,南开大学经济学硕士,现任固收分析师。2017年7月加入东北证券研究所。

付昊,南开大学经济学硕士,现任固收研究助理,2017年11月加入东北证券研究所。

邹坤,北京大学概率统计系硕士,2017年12月加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布,本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,在任何情况下,我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易,并在法律许可的情况下不进行披露;可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在本公司允许的范围内使用,并注明本报告的发布人和发布日期,提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务,包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告,则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意,本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则,所采用数据、资料的来源合法合规,文字阐述反映了作者的真实观点,报告结论未受任何第三方的授意或影响,特此声明。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
袁颖 (总监)	021-20361100	13621693507	yuanying@nesc.cn
王一	021-20361267	13761867866	wangyi@nesc.cn
王博	021-20361111	13761500624	wangbo@nesc.cn
李寅	021-20361229	15221688595	liy@nesc.cn
杨涛	021-20361106	18601722659	yangtao@nesc.cn
刘睿	021-20361112	13120728563	liurui@nesc.cn
阮敏	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
李喆莹	021-20361101	13641900351	lizy@nesc.cn
李流奇	021-20361102	13120758587	lilq@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
夏一然	010-58034561	15811140346	xiayiran@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengy@nesc.cn
金婷	010-58034559	13439651862	jinting@nesc.cn
华南地区机构销售			
邱晓星 (总监)	0755-33975865	18664579712	qiuqx@nesc.cn
刘璇	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
王之明	0755-33975865	15999555916	wangzm@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn