

基于下修、回售、赎回条款的投资逻辑
——可转债投资手册之三

投资要点:

相关研究

《转债估值的历史分析——可转债
投资手册之二》

2017.10.18

《转债打新、抢权配售与博弈正股
——可转债投资手册之一》

2017.08.02

《转债下修的历史表现——兼议蓝
标转债拟下修》

2017.05.03

《一大波私募 EB 进入换股期，表
现如何？》

2017.04.11

《风物长宜放眼量——转债供给放
量的可能性与影响》

2017.03.09

● 条款和债底保护使得转债“下有底”

除了基本的债券条款外，可转债还会增设一些特殊条款，包括下修条款、条件赎回条款和条件回售条款。条款保护和债底保护对转债价格形成了支撑。中国 110 只退市转债历史最低价 83 元(南山转债)、最高价 619 元(通鼎转债)，其中 46 只转债的最低价破面，对应均值 94 元、中值 96 元，体现转债“下有底，上无限”的特征。

● 赎回条款的投资逻辑：低价埋伏，等待触发赎回

06 年以来发行且退市的 72 只转债中，有 66 只以触发提前赎回而转股的方式退出，占比超过 90%。从这 66 只转债的退出时间来看，33%的转债在上市 1 年内完成转股退市，30%在第 2 年退出，前 3 年内退出比例高达 82%。因此，低价埋伏、等待触发提前赎回，这是转债的长期投资逻辑。

● 下修和回售条款的投资逻辑

回售与下修相辅相成，下修主要为避免回售压力。对于发行人而言，下修可以避免回售压力（16 只转债在回售期且面临回售压力，其中有 14 只启动下修）。对于投资人而言，回售条款可以“迫使”发行人采用下修或推动股价上涨等方式避免回售。

博弈回售-下修，超额收益率并不明显。（1）买入处于回售期且面临回售压力的转债，博弈下修：在股价首次触发回售价格后一日买入，在董事会下修公告日或满足提前赎回要求日卖出，转债价格跌多涨少，买入卖出间隔天数均值为 102 天，平均年化收益率仅为-4.8%、中值-2.8%，相对中证转债超额收益均值 1.1%、中值-0.2%。

（2）临近回售期或者回售期内，买入跌破回售价的转债，然后等待触发下修/回售/赎回：在转债价格跌破回售价后一交易日买入，在董事会下修公告日或满足提前赎回要求日卖出，转债价格涨多跌少，买入卖出间隔天数均值为 250 天左右，平均年化收益率 24%、中值 19%，平均相对中证转债超额收益-0.07%、中值 0.82%。

下修后转债表现如何？成功下修的转债大概率上涨并获得超额收益。例如董事会修正议案公布后买入、股东大会决议公告日卖出转债的平均收益为 1.8%，取得正收益的概率为 79%，相对于转债指数的超额收益为 1.76%。

● 个券分析：那些未转股的转债

前文提到，大多转债通过触发赎回而转股退出，但有 7 只情况较为特殊，具体来看：澄星转债下修失败，是到期还本付息第一例，最终 54%转股、22%回售、24%到期兑付。唐钢转债同样下修失败，因回售价不敌到期赎回价，几乎全额到期赎回。新钢转债 3 次下修难敌正股低迷，最终几乎全部到期兑付。博汇转债到期前两月下修 2 次，力挽狂澜成功转股，仅 1.5%到期兑付。双良转债下修诚意不足，到期赎回价低，几乎全额回售。燕京转债部分回售后下修，有效促进转股，最终 76.6%转股、23.2%回售。此外，厦工转债仅因改变募投项目回售 80 张，大部分转股。

● 启示：正股是根本，其次是条款和估值

1) 转债大概率转股，因此长期来看，应低价买入静待股价上涨驱动转债触发提前赎回。2) 关注进入或临近回售期、且价格跌破回售价转债的投资价值，但从历史来看，难有超额收益。3) 转债三大赚钱方式包括赚正股的钱、赚条款的钱、赚估值的钱（股性估值和债性估值），其中正股是根本！过去转债市场规模小、流动性一般，参与投资者有限，属于“小众市场”。但随着转债市场扩容，可选标的增多，选股择券能力更加重要。

风险提示：基本面变化、股市波动、政策不达预期、价格和溢价率调整风险。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

目 录

1. 可转债的特殊条款	5
2. 基于赎回条款的投资逻辑	6
3. 下修和回售条款的投资逻辑	6
3.1 回售与下修相辅相成	6
3.2 博弈回售-下修收益如何?	8
3.3 跌破回售价个券的配置价值	8
3.4 下修后转债表现如何?	9
4. 个券分析: 那些未转股的转债	10
4.1 下修失败, 到期还本付息第一例: 澄星转债	10
4.2 回售价不敌到期赎回价: 唐钢转债	11
4.3 多次下修却全额到期兑付: 新钢转债	11
4.4 两次下修, 力挽狂澜成功转股: 博汇转债	12
4.5 几乎全额回售: 双良转债	12
4.6 回售后下修转股: 燕京转债	13
4.7 改变募投项目回售: 厦工转债	13
5. 总结: 正股是根本, 其次是条款和估值	14

图目录

图 1	历史上转债存续期间最高价和最低价（元）	5
图 2	06 年后提前赎回转债退出时间	6
图 3	恒源转债、海马转债、新钢转债、博汇转债下修 2~3 次	7
图 4	06 年以来上市转债，董事会拟下修大多发生在回售期	7
图 5	董事会修正议案公告前后转债表现（%）	9
图 6	股东大会决议公告日前后转债表现（%）	9
图 7	董事会议案至股东大会公告日期间，下修转债收益率（%）	10
图 8	董事会议案至股东大会公告日期间，下修失败转债收益率（%）	10
图 9	澄星转债余额、转股价和正股收盘价	11
图 10	澄星转债退出方式	11
图 11	唐钢转债余额、转股价和正股收盘价	11
图 12	新钢转债余额、正股收盘价和转股价	12
图 13	新钢转债退出方式	12
图 14	博汇转债余额、正股收盘价和转股价	12
图 15	博汇转债退出情况	12
图 16	双良转债余额、正股收盘价和转股价	13
图 17	双良转债退出情况	13
图 18	燕京转债余额、正股收盘价和转股价	13
图 19	燕京转债退出情况	13
图 20	厦工转债余额、正股收盘价和转股价	14
图 21	厦工转债退出情况	14

表目录

表 1	三一转债的特殊条款.....	5
表 2	历史上转债的退出方式（2006 年发行转债至今）.....	6
表 3	06 年后：回售期内且面临回售压力的转债.....	7
表 4	回售期内转债，从正股触发回售到下修或赎回的表现.....	8
表 5	转债价格从跌破回售价到下修或赎回的表现.....	9

1. 可转债的特殊条款

除了基本的债券条款外，可转换债券还会增设一些特殊条款，包括下修条款、条件赎回条款和条件回售条款。以三一转债为例，我们对这三种条款进行介绍，详见表 1：

- 向下修正条款为当正股股价连续一定交易日跌到一定幅度时，下修条款使得发行人有权选择向下修正转股价格，但一般不得低于每股净资产，并保护持有人利益。三一转债的下修条款为（存续期间，10/20，90%）
- 有条件赎回条款（又称提前赎回条款）指正股价格在若干个交易日内涨幅达到一定条件（一般是 130%），发行人有权按照远低于转债市价的价格赎回转债（一般是面值+应计利息），从而迫使投资转股，完成转债摘牌。三一转债的提前赎回条款为（转股期内，15/30，130%）。
- 回售条款则赋予投资人在股价低迷时将持有转债以约定价格回售给发行人的权利，降低损失。三一转债的回售条款为（第五个计息年度，30/30，70%，103）。

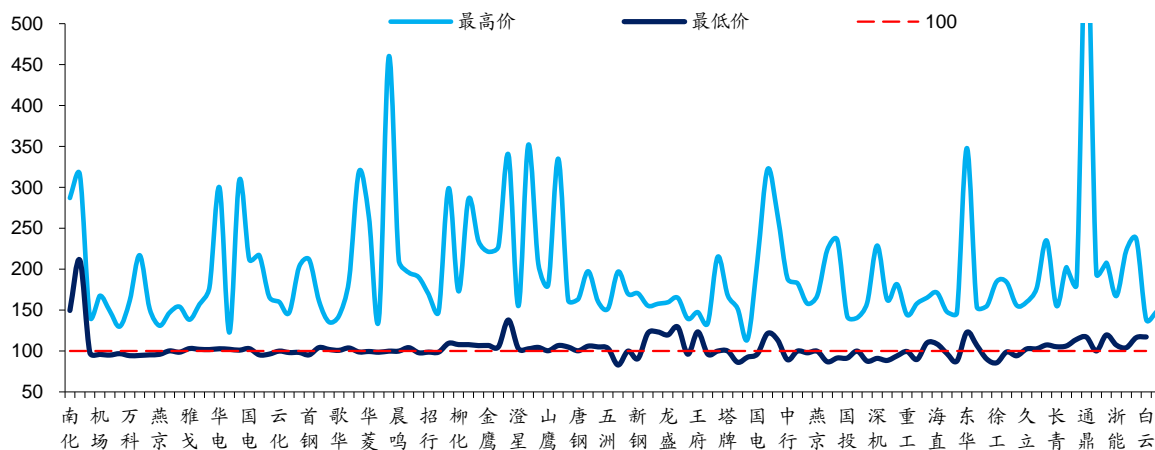
表 1 三一转债的特殊条款

条款简写	条款细则
下修条款 存续期间，10/20，90%	在本可转债存续期间，当公司股票在任意二十个连续交易日中至少十个交易日的收盘价格低于当期转股价格 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该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。
有条件赎回条款 转股期内，15/30，130%	在 转股期 内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含130%） ，或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000 万元时，公司有权决定按照以 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债。
回售条款 第五个计息年度，30/30，70%，103	自本次可转债 第五个计息年度 起，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格的 70% ，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的 103% （含当期计息年度利息）回售给公司。

资料来源：WIND，海通证券研究所

转债的条款保护和债底保护对转债价格形成了支撑。从中国 110 只退市转债¹历史最低价和最高价来看，充分体现了“下有底，上无限”，最低价格在 82.99 元（南山转债）、最高价格在 619 元（通鼎转债）。其中有 46 只转债的最低价格破面，对应均值 94 元，中值 96 元。

图1 历史上转债存续期间最高价和最低价（元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

¹ 宝安转债数据缺失。

2. 基于赎回条款的投资逻辑

转债多以提前赎回退出。一般而言转债发行人有较强的转股动力，事实上 06 年以来发行且已退市转债共计 72 只，其中有 66 只以触发提前赎回从而“迫使”投资人转股的方式退出，这一比例约 92%。最近一轮转债赎回为 17 年 5-7 月歌尔、白云、汽模转债触发赎回。

表 2 历史上转债的退出方式（2006 年发行转债至今）

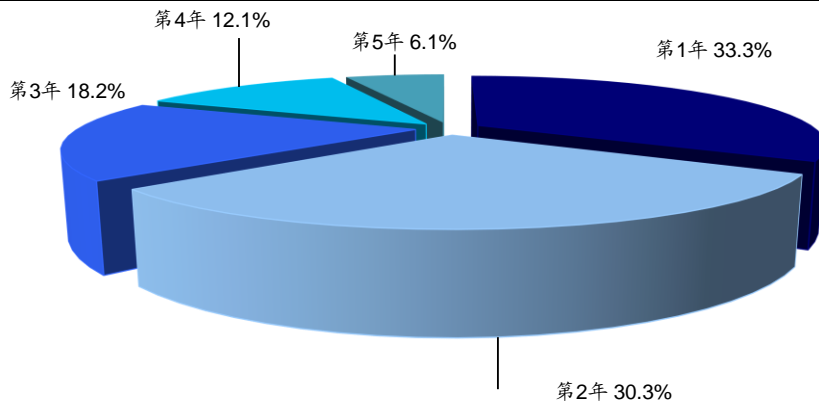
退出方式	支数	占比	转债名称
转股（触发提前赎回）	66	92%	歌尔转债、白云转债等 66 只
转股（下修与提前赎回）+回售	1	1%	燕京转债
转股+到期兑付+回售	1	1%	澄星转债
转股（下修、临近到期日）+少量到期兑付	1	1%	博汇转债
到期兑付+微量回售	2	3%	唐钢转债、新钢转债
回售+到期	1	1%	双良转债
共计	72	100%	

资料来源：WIND，海通证券研究所

提前赎回转债大多在前三年退出。我们统计 06 年后 66 只提前赎回退市的转债，发现 33% 的转债在上市 1 年以内提前赎回；第 2 年推出的转债居次，占比 30%。前三年通过提前赎回转股退出的转债占比高达 82%。

因此，低价埋伏、等待触发强制转股（提前赎回），这是转债的长期投资逻辑。

图2 06 年后提前赎回转债退出时间



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 下修和回售条款的投资逻辑

3.1 回售与下修相辅相成

对于发行人而言，下修可以避免回售压力；对于投资人而言，回售条款的存在可以“迫使”发行人采用下修或推动股价上涨等方式避免回售。因此下修和回售条款相辅相成。

16 只转债在回售期曾有回售压力，其中 14 只董事会启动下修程序。2006 年以后 72 只退市的可转债，仅 6 只无条件回售条款（占比 8%），其余均有回售条款。其中部分转债回售条款较为宽松，如回售期为存续期内、转股期内或者 1 年以内。

我们统计有回售条款的转债，其中 16 只转债在回售期面临回售压力，即正股价格曾触发回售价格，16 只面临回售压力的转债中有 14 只董事会启动下修程序（但其中澄星转债和唐钢下修失败），另外 2 只面临回售压力却未下修的是巨轮转债和海运转债。

表 3 06 年后：回售期内且面临回售压力的转债

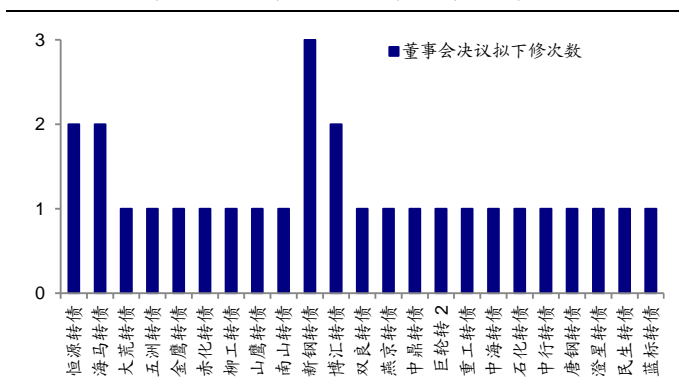
代码	债券简称	发行日期	回售期	摘牌日	是否有回售压力	实施下修日	回售触发比例	回售价（元）
110232.SH	金鹰转债	2006-11-20	2007-05-20	2009-05-19	是	2008/10/15	70%	105
128031.SZ	巨轮转债	2007-01-08	2009-01-08	2009-09-07	是		70%	105
110078.SH	澄星转债	2007-05-10	2007-11-10	2012-05-17	是	下修失败	70%	105
110971.SH	恒源转债	2007-09-24	2008-03-24	2009-12-25	是	2008/7/14、 2008/9/18	70%	105
110227.SH	赤化转债	2007-10-10	2008-04-10	2009-06-02	是	2008/10/21	70%	105
125709.SZ	唐钢转债	2007-12-14	2008-06-14	2012-12-14	是	下修失败	70%	103
110598.SH	大荒转债	2007-12-19	2008-06-19	2010-03-12	是	2008/9/26	70%	面值+当期利息
125572.SZ	海马转债	2008-01-16	2008-07-16	2009-06-09	是	2008/8/25、 2008/11/7	70%	105
110368.SH	五洲转债	2008-02-29	2008-09-01	2009-07-08	是	2008/10/17	70%	105
125528.SZ	柳工转债	2008-04-18	2008-10-18	2009-06-30	是	2008/11/26	70%	103
110009.SH	双良转债	2010-05-04	2010-11-04	2015-05-07	是	2011/10/10	70%	103
125887.SZ	中鼎转债	2011-02-11	2011-02-11	2014-08-11	是	2011/10/17	70%	103
126729.SZ	燕京转债	2010-10-15	2011-04-15	2015-06-15	是	2012/3/26	70%	103
110003.SH	新钢转债	2008-08-21	2011-08-21	2013-08-27	是	2011/12/23、 2012/9/19、 2013/5/8	70%	102
110007.SH	博汇转债	2009-09-23	2012-09-23	2014-09-29	是	2012/10/31、 2014/7/16	70%	103
110012.SH	海运转债	2011-01-07	2013-07-07	2015-05-15	是		70%	105

资料来源：WIND，海通证券研究所

转债下修主要是为了避免回售压力。转债下修程序为：董事会下修议案（拟下修）——股东大会通过——实施下修。06 年以来上市转债共有 23 只转债发生过拟下修（即董事会下修议案），共计 28 次，其中恒源转债、海马转债、新钢转债、博汇转债下修 2~3 次。除了唐钢转债、澄星转债和民生转债下修被否以外，其余 20 只均获得股东大会通过成功下修，共计 25 次。28 次转债拟下修中，19 次发生在回售期，仅 6 次发生在非回售期，另外 3 次对应转债无回售条款（石化、中行、民生）。

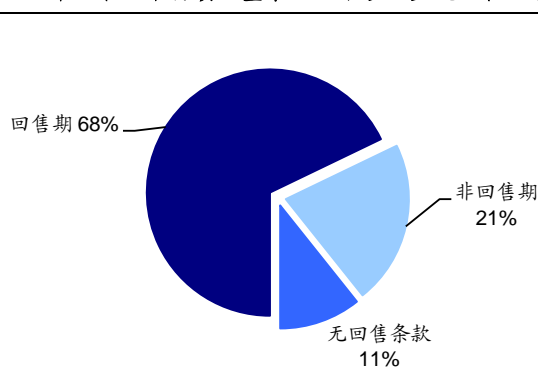
有回售条款的转债中，所有转债的首次拟下修时正股价格均跌破了回售触发价，仅新钢转债第三次拟下修和博汇转债第二次拟下修时正股未跌破回售触发价。可见发行人启动下修主要是为了避免回售压力。

图3 恒源转债、海马转债、新钢转债、博汇转债下修 2~3 次



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 06 年以来上市转债，董事会拟下修大多发生在回售期



资料来源：WIND，海通证券研究所

3.2 博弈回售-下修收益如何？

如果转债处于回售期，买入面临回售压力的转债，然后等待下修或回售，收益如何？在回售期内仍未摘牌的转债中，有 16 只转债正股曾触发回售价，其中 14 只董事会随后发布下修公告，另外未下修的两只转债最终依靠触发提前赎回转股。

- **买入时点：**在股价首次触发回售价格后一日。如双良转债回售起始日是 2010 年 11 月 4 日，随后在 2011 年 1 月 16 日股价在转股价格的 70% 以下，面临回售压力，我们以 2011 年 1 月 17 日作为买入时点。
- **卖出时点：**董事会下修公告日或满足提前赎回要求日（即对于绝大多数转债而言平价达到 130 元）。
- **结论：**转债价格跌多涨少，相对中证转债指数超额收益并不明显。转债买入卖出间隔天数的均值为 102 天、中值 45 天，平均收益率仅为 1.1%、中值-0.1%，平均年化收益率仅为-4.8%、中值-2.8%，平均相对中证转债超额收益 1.1%、中值-0.2%。

表 4 回售期内转债，从正股触发回售到下修或赎回的表现

代码	债券简称	买入卖出间隔(天)	收益率(%)	年化收益率(%)	相对中证转债收益率(%)
110232.SH	金鹰转债	18	-0.06	-1.12	-0.66
128031.SZ	巨轮转债	167	26.88	58.74	23.83
110078.SH	澄星转债	32	-1.93	-21.98	-3.53
110971.SH	恒源转债	87	-6.13	-25.70	4.33
110227.SH	赤化转债	45	1.20	9.75	3.71
125709.SZ	唐钢转债	44	-0.96	-7.98	-1.06
110598.SH	大荒转债	14	-0.17	-4.41	0.30
125572.SZ	海马转债	21	0.77	13.36	2.24
110368.SH	五洲转债	23	-1.64	-26.04	-1.17
125528.SZ	柳工转债	19	-1.79	-34.34	1.40
110003.SH	新钢转债	71	0.41	2.08	-5.79
110007.SH	博汇转债	19	-0.04	-0.76	-1.33
110009.SH	双良转债	233	-16.81	-26.33	-1.18
126729.SZ	燕京转债	176	6.68	13.86	1.79
110012.SH	海运转债	528	26.37	18.23	-7.57
125887.SZ	中鼎转债	128	-15.37	-43.81	2.66

资料来源：WIND，海通证券研究所

3.3 跌破回售价个券的配置价值

临近回售期或者回售期内，买入跌破回售价的转债，然后等待触发下修或赎回，收益如何？39 只在回售期或临近回售期的转债中（我们这里以回售期前 1 年内作为标准），有 14 只转债价格曾跌破回售价，其中 11 只董事会随后发布下修公告，另外未下修的两只转债最终依靠触发提前赎回转股。

- **买入时点：**转债价格跌破回售价后一交易日（海运、深机和中海转债在回售日前 1~2 年长期跌破回售价，我们这里用回售前 1 年作为买入日期）。

- **卖出时点:** 董事会下修公告日或满足提前赎回要求日 (即对于绝大多数转债而言平价达到 130 元)。这里澄星转债较为特殊, 在下修失败后一度跌破回售价, 但之后并未触发赎回, 但转债在 09 年牛市中一度攀升至 130 元以上, 我们将卖出时点设定为转债价格满足 130 元。
- **结论:** 转债价格涨多跌少, 但相对中证转债指数超额收益并不明显。转债买入卖出间隔天数的均值和中值均为 250 天左右, 平均年化收益率为 24%、中值 19%, 平均相对中证转债超额收益-0.07%、中值 0.82%。

表 5 转债价格从跌破回售价到下修或赎回的表现

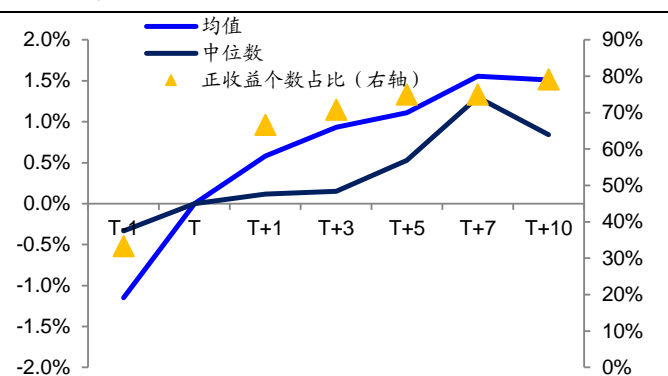
代码	债券简称	回售价 (元)	买入卖出间隔 (天)	收益率 (%)	年化收益率 (%)	相对中证转债收益率 (%)
110078.SH	澄星转债	105	253	25.65	37.01	-28.43
125960.SZ	锡业转债	102.9、103.2 和 103.5	262	74.32	103.54	2.00
110567.SH	山鹰转债	104	277	13.10	17.27	-6.20
110227.SH	赤化转债	105	15	3.46	84.16	3.31
125709.SZ	唐钢转债	103	9	3.71	150.38	2.29
110368.SH	五洲转债	105	104	-0.01	-0.03	6.65
110007.SH	博汇转债	103	404	0.88	0.80	-0.91
110009.SH	双良转债	103	5	0.02	1.42	-1.42
126729.SZ	燕京转债	103	164	9.17	20.41	0.22
110012.SH	海运转债	105	893	35.73	14.60	-2.74
125089.SZ	深机转债	103	256	52.41	74.72	1.43
110017.SH	中海转债	面值+当期利息	140	62.81	163.75	31.94
110019.SH	恒丰转债	面值+当期利息	429	29.31	24.94	-33.29
128001.SZ	泰尔转债	103	294	29.67	36.83	24.11

资料来源: WIND, 海通证券研究所

3.4 下修后转债表现如何?

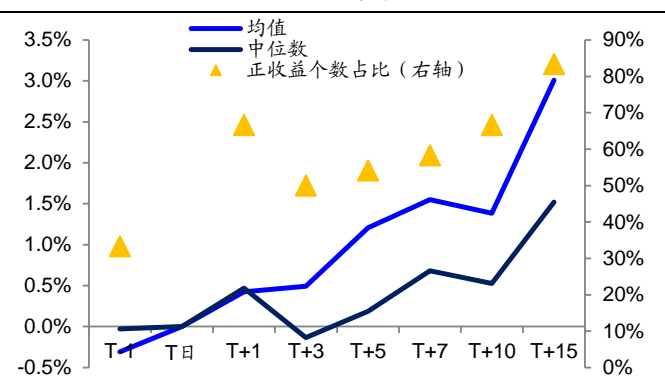
成功下修转债表现: 大概率上涨并获得超额收益。我们统计了 06 年以来 23 只转债、28 次下修时, 转债表现 (含 17 年下修的蓝标转债)。其中有 20 只转债 (对应 25 次) 是成功下修, 即取得股东大会通过。董事会修正议案公布当日及之后转债大概率上涨, 下修后 (即股东大会决议公告日之后) 转债涨幅更大。

图5 董事会修正议案公告前后转债表现 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

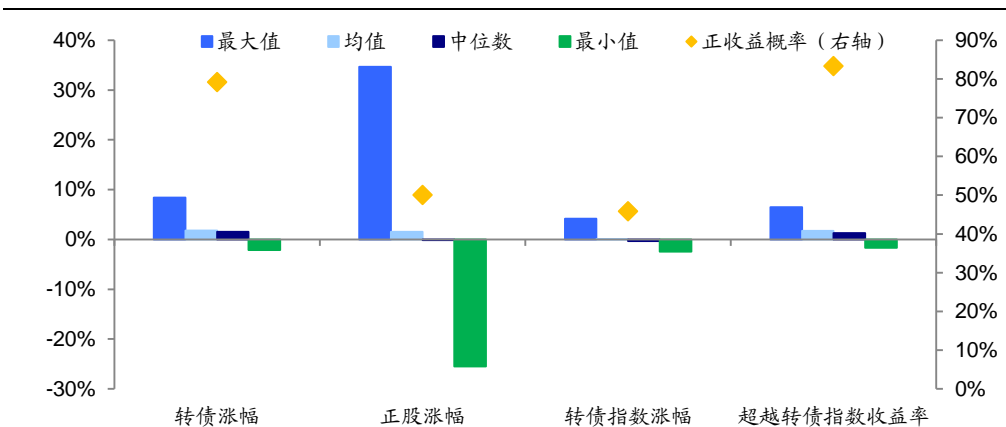
图6 股东大会决议公告日前后转债表现 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

董事会修正议案公布后买入转债、股东大会决议公告日卖出转债的平均收益为 1.80%，取得正收益的概率为 79%，相对于转债指数的平均超额收益为 1.76%。董事会修正议案公布后买入转债、转股价实施日卖出转债的平均收益为 1.71%，取得正收益的概率为 67%，相对于转债指数的平均超额收益为 1.72%。详见我们的专题报告《转债下修的历史表现——兼议蓝标转债拟下修》。

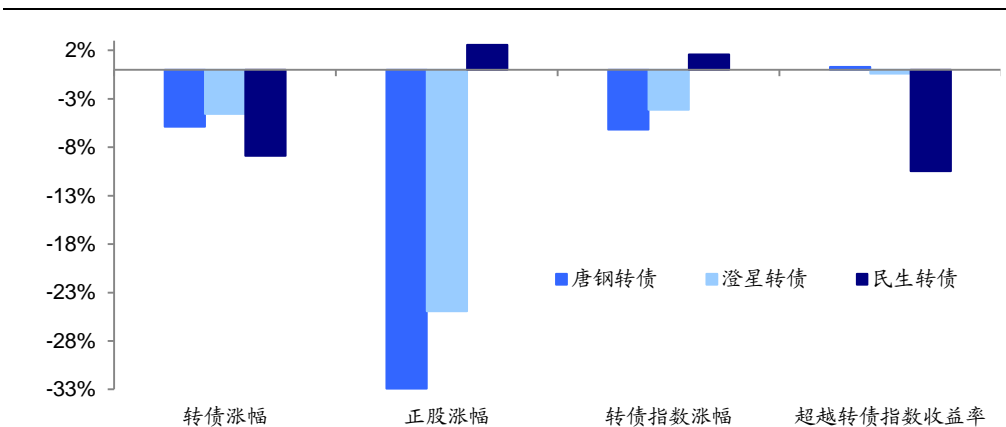
图7 董事会议案至股东大会公告日期间，下修转债收益率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

下修失败转债表现：大概率下跌。三只下修失败转债在董事会和股东大会决议后均出现下跌，并跑输转债指数。董事会议案至下修被否公告日期间，转债均下跌，其中澄星和民生跑输转债指数，唐钢略跑赢转债指数。

图8 董事会议案至股东大会公告日期间，下修失败转债收益率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 个券分析：那些未转股的转债

4.1 下修失败，到期还本付息第一例：澄星转债

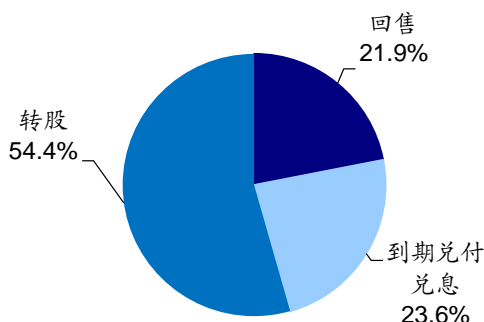
流动性较差，到期还本付息首券。澄星转债 2007 年 5 月 10 日上市，发行金额 4.4 亿元，回售条款（转股期内，20/20，70%，105），下修条款（存续期内，10/20，90%），2008 年 10 月面临回售压力但下修失败，2008 年 10 月 14 日触发回售，累计 964910 张、占比 22%。转债流动性一直较差，最终转股 54.4%，剩余部分(24%)以 105 元 + 票息 2.7 元赎回，成为第一个真正到期还本付息的转债。

图9 澄星转债余额、转股价和正股收盘价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 澄星转债退出方式



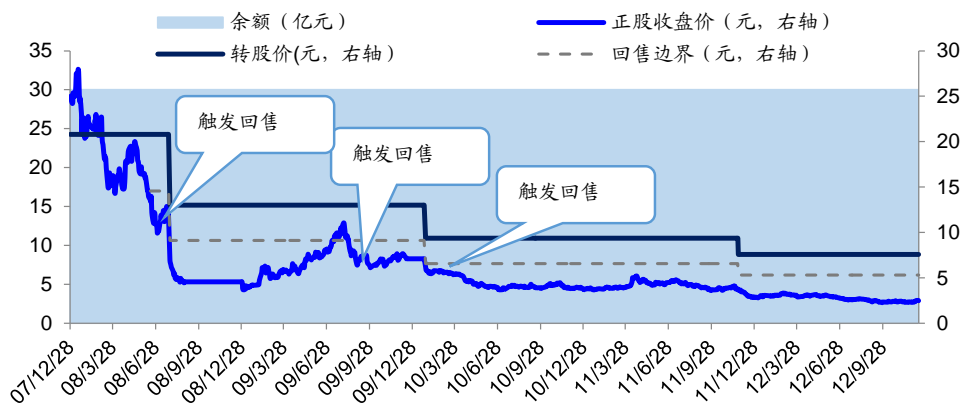
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.2 回售价不敌到期赎回价：唐钢转债

下修失败，几乎全额到期赎回。唐钢转债于2007年12月14日上市，发行金额30亿元，回售条款（发行满6个月，20/20，70%，面值+利息）。2008年6月14日进入转股期和回售期。由于上市以来正股股价低迷，分别于2008年7月29日、2009年2月23日和2010年3月12日三次触发回售并发布回售公告。2008年回售期内曾尝试下修，但被股东大会否决，主要原因是大股东持有转债无法投票。存续期内转股价下调主因年度利润分配。

由于其回售价只有102元，到期赎回价为112元，持有到期更划算，3次回售总计仅25张，剩余全部到期赎回。

图11 唐钢转债余额、转股价和正股收盘价



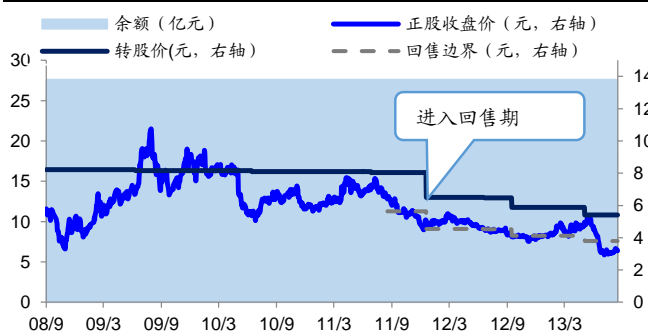
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.3 多次下修却全额到期兑付：新钢转债

3次下修，难敌正股低迷。新钢转债于2008年9月5日上市交易，发行金额27.6亿元，期限为5年。2009年2月23日进入转股期，下修条款（存续期内，10/20，90%）回售条款（最后两个计息年度，30/30，70%，104）。在转债上市后，强周期的钢铁行业股价持续低迷，在2009年的小牛市期间，正股股价曾高过同期转股价，但当时仍有近四年的转股期，投资者未选择转股。2013年8月2日新钢触发回售，共回售24150张。公司一直想促进转股，并于2011年12月23日，2012年9月19日和2013年5月8日共下修3次，转股价从8.04元下修至5.41元，接近每股净资产的极限。最终仅有10.4万元转债转股。到期兑付本金为27.57亿元，到期兑付总金额为29.51亿元（含税），造成了很大资金压力。2013年6月末，公司申请发行30亿元短融券用于兑付债务。

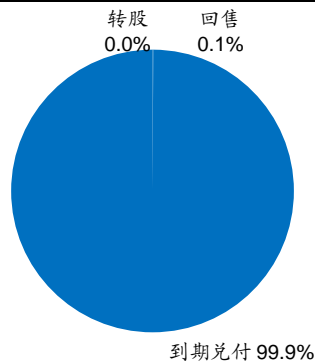
为什么新钢转债持有人不转股却选择到期兑付呢？这是因为回售价 104 元，但到期赎回价 107 元，因此到期兑付对投资人更有利。

图12 新钢转债余额、正股收盘价和转股价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图13 新钢转债退出方式



资料来源：Wind，海通证券研究所

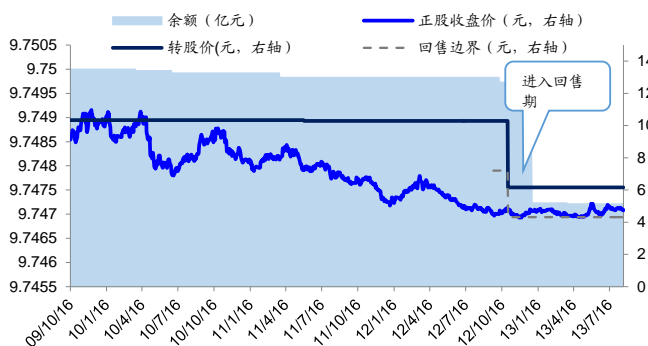
4.4 两次下修，力挽狂澜成功转股：博汇转债

博汇转债于 2009 年 9 月 23 日上市，发行金额 9.75 亿元。回售条款为（最后两个计息年度，30/30，70%，103），下修条款为（存续期间，10/20，90%），到期赎回价 107 元（含应计利息）。

到期前两月二次下修，力挽狂澜成功转股。公司还款压力较大，为避免回售压力，于 2012 年 10 月 31 日进行下修，转股价从 10.29 元下修至 6.16 元。2013 年博汇纸业年报出现巨亏，每股净资产跌至 5.26 元。2014 年 7 月 16 日，在到期前两个月，公司再次成功下修至 5.46 元。公司成功避免了触发回售，累计转股 9.61 亿元，以 107 元到期赎回 0.14 亿元转债。

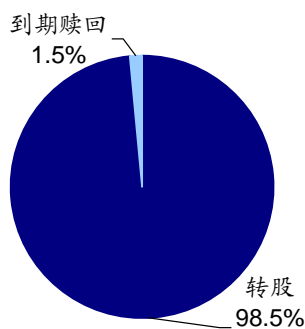
为什么博汇转债转股比例远大于到期兑付？这是因为到期赎回价格为 107 元，而上市公司通过转股价下修及靠正股的上涨，使得转债平价自 14 年 8 月初大多维持在 110 元以上，因此转股更划算。

图14 博汇转债余额、正股收盘价和转股价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图15 博汇转债退出情况



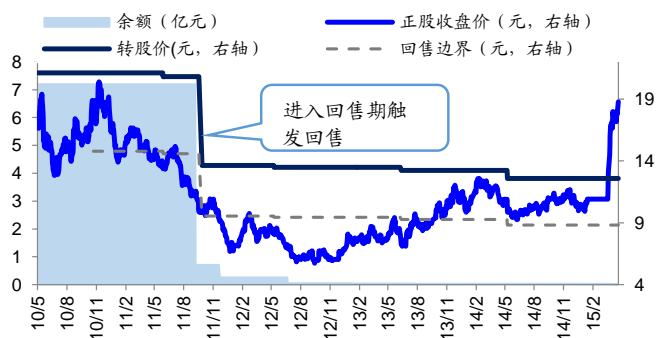
资料来源：Wind，海通证券研究所

4.5 几乎全额回售：双良转债

下修诚意不足，到期赎回价低，几乎全额回售。双良转债于 2010 年 5 月 14 日上市，发行金额 7.2 亿元，2010 年 11 月 4 日进入转股期。回售条款（为转股期内，30/30，70%，103），下修条款（存续期内，20，85%）双良在 2011 年 9 月同时发布回售公告和下修公告，回售价格 103 元，市价也在 103 元左右，转股价从 20.81 元下修至 13.63 元，下修诚意不足。由于到期赎回价 101.7 元，直接回售 648.771 万张。2013 年 7 月

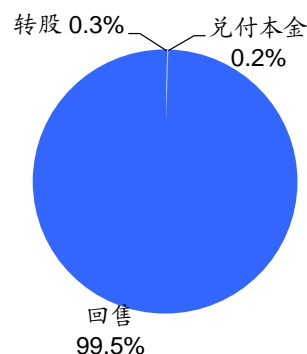
又因更改募投项目又回售了 4503 万元,由于剩余存量不足 3000 万元停止交易,也是首只因几乎全额回售停止二级市场交易的转债。

图16 双良转债余额、正股收盘价和转股价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 双良转债退出情况

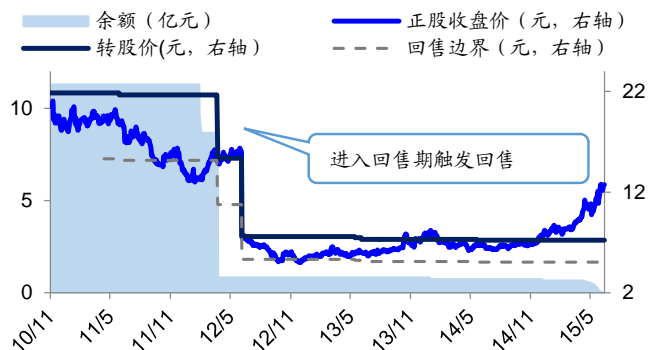


资料来源：Wind，海通证券研究所

4.6 回售后下修转股：燕京转债

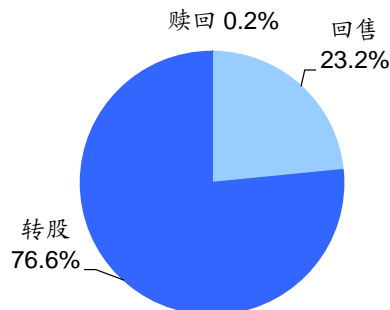
回售后下修，有效促进转股。燕京转债，2010年11月上市，发行金额11.3亿元，2011年4月15日进入转股期。回售条款（转股期内，30/30，70%，102），下修条款（存续期内，20/30，85%）。2012年1月16日触发回售，并回售了262万张。公司当时现金流较充裕，但为了减轻回售压力，仍选择在2012年3月下修，转股价由21.66元调整至15.37元，有效促进转股。最终转股76.6%，到期赎回仅25423张。

图18 燕京转债余额、正股收盘价和转股价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 燕京转债退出情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

4.7 改变募投项目回售：厦工转债

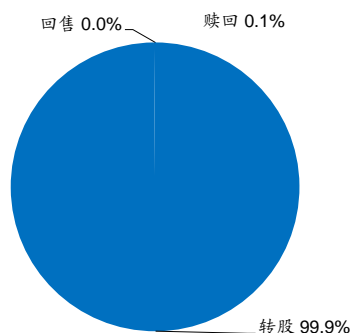
行业景气度和赎回预期带动正股和转债。厦工转债于2009年8月28日上市，发行金额6亿元，转股价为7.45元。2010年3月1日进入转股期，回售条款为（转股期内，30/30，70%，103），2010年8月6日由于更改募投项目回售80张。2010年8月起，工程机械行业景气度较高，厦工中报业绩处于高位，基于对其强烈的赎回预期，正股股价不断上行，开始陆续转股，累计599.26万张，另外有7320张因投资者忘记转股而提前赎回。

图20 厦工转债余额、正股收盘价和转股价



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 厦工转债退出情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

5. 总结：正股是根本，其次是条款和估值

从转债产品特性来看，转债价格“下有底，上无限”（大多转债历史最低价在 90 元以上），且 90% 的转债通过转股退出，对于投资者而言有较强的吸引力。通过分析转债历史退出方式、特殊条款下的转债表现，我们得出以下投资建议：

1）无论是从发行人发行目的还是转债历史退出方式来看，转债大概率转股，因此长期来看，应低价买入静待股价上涨驱动转债触发提前赎回。

2）从回售和下修条款来看，关注进入或临近回售期、价格跌破回售价转债的投资价值，但从历史来看，难有超额收益。

3）转债三大赚钱方式包括赚正股的钱、赚条款的钱、赚估值的钱（股性估值和债性估值），其中正股是根本！过去转债市场规模小、流动性一般，参与投资者有限，属于“小众市场”。但随着转债市场扩容，可选标的增多，选股择券能力更加重要。

风险提示：基本面变化、股市波动、政策不达预期、价格和溢价率调整风险。

信息披露

分析师声明

姜超 固定收益研究团队
姜珏珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lij11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23214504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sx11398@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154147 ly11082@htsec.com
联系人
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com
吴佳松 01056760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fty11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 皓(021)232154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石坚 010-58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 联系人
 张翠翠 zcc11726@htsec.com
 李智 021-23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 鲁立 ll11383@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 张峥青 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com
 李丹 021-23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 联系人
 马榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张宇轩 zyx11631@htsec.com
 张恒晖 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
 联系人
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹闻 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com
 刘璐 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com
 衣桢永 yzy12003@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗亮 zl11886@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜飞 df12021@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com