


中金债市宝典之

可转债篇【2017版】

张继强 分析员，SAC执业证书编号：S0080511030010
SFC CE Ref: AMB 145
杨 冰 分析员，SAC执业证书编号：S0080515120002

2017年9月22日

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

目录

第一章 转债市场概况及基本条款介绍	2
第二章 转债定价模型——静态观点	13
第三章 转债回报驱动力——动态视角	19
第四章 A股转债的条款博弈	35
第五章 从简要指标计算到个券选择	40
第六章 A股转债操作策略回溯	47
第七章 转债交易规则等——魔鬼在细节	56
第八章 一级市场：转债发行与打新	63

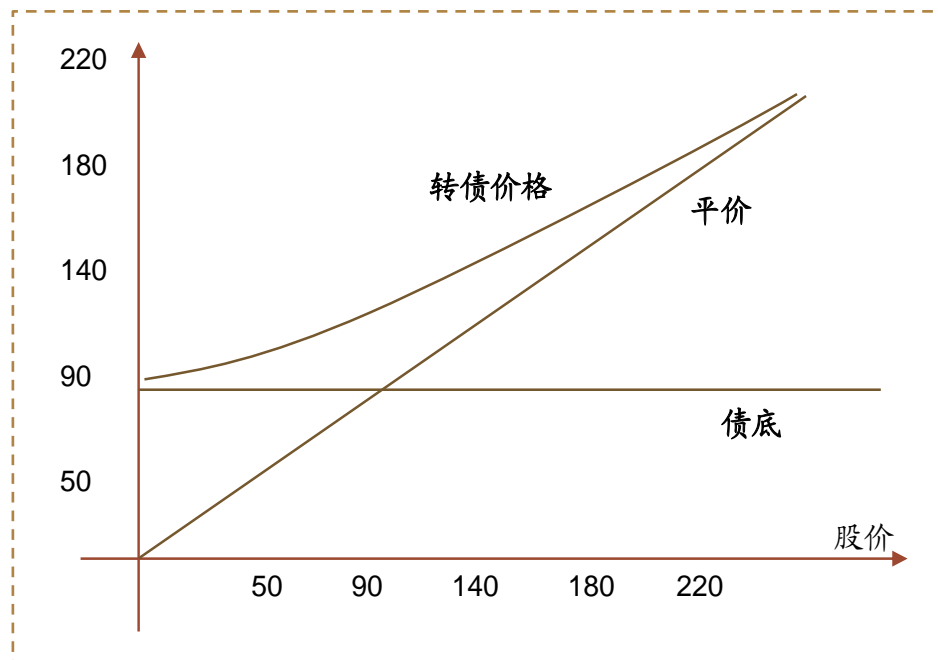
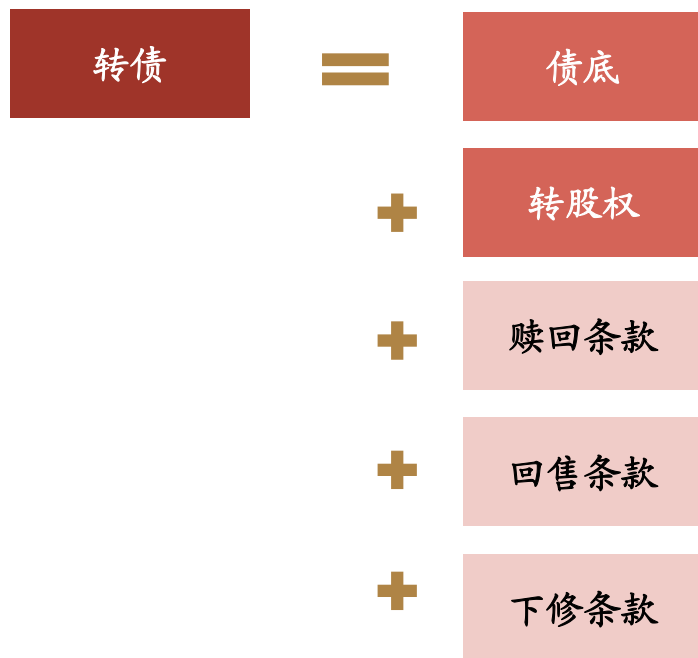
第一章

转债市场概况及基本条款

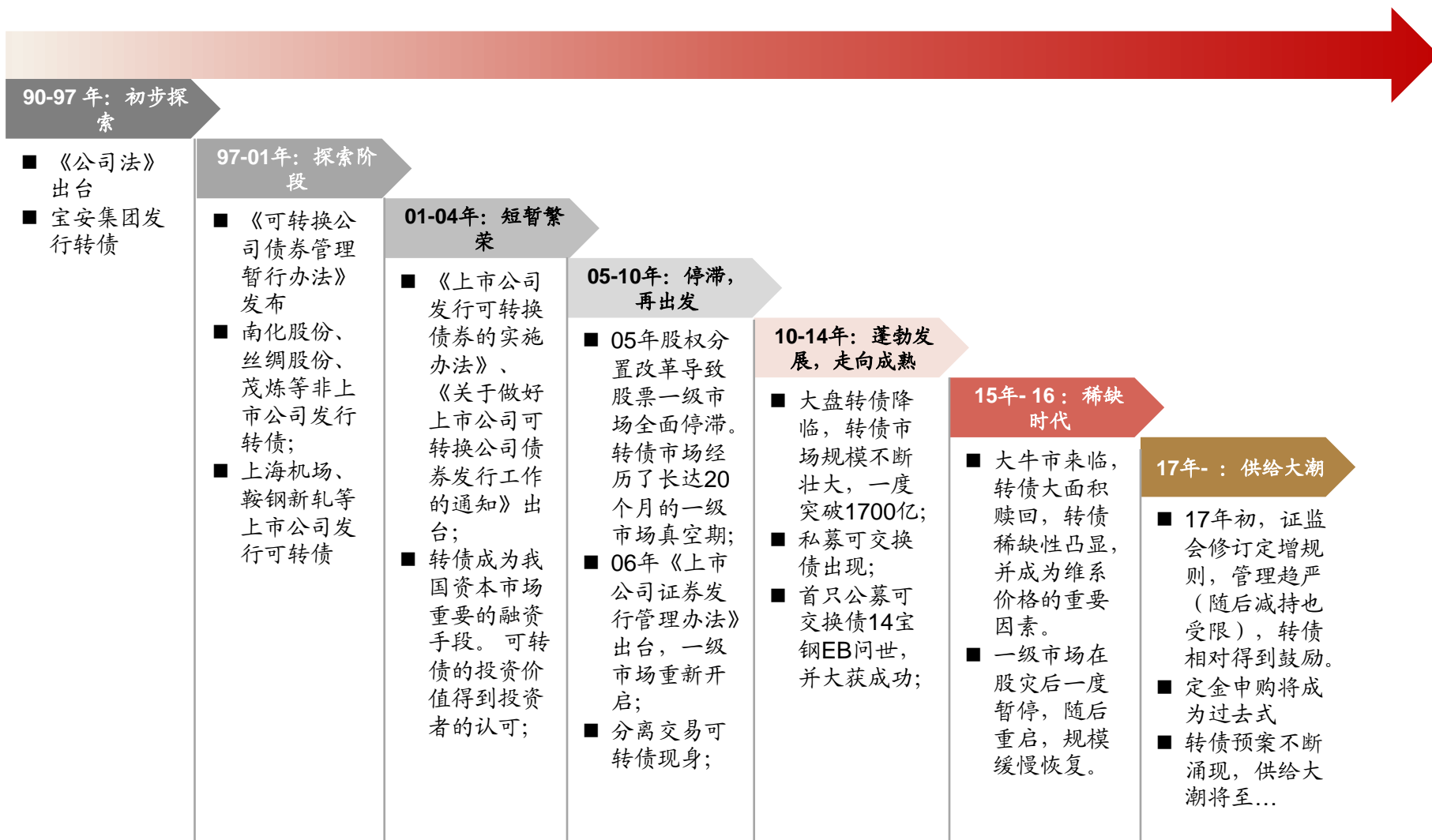
什么是可转债？

什么是可转债？

- 什么是可转债？转债全称“可转换公司债券”，是指在一定时间内可以按照既定的转股价格转换为指定股票（即所谓“正股”）的债券。转股权是转债持有者的权利，而非义务，投资者可以选择转股也可以选择继续持有转债。一种常见的简化理解是将转债看作“债券+股票期权”的组合。
- 但实践中并非如此简单。除了转股权外，转债包含了发行人赎回条款、回售条款和向下修正等条款。更重要的是，转债还受到发行人意愿（上市公司）、市场供求力量的影响，因而价格表现上要比想象中复杂。
- 平价、债底两条价值支撑线是理解转债的最基本框架。

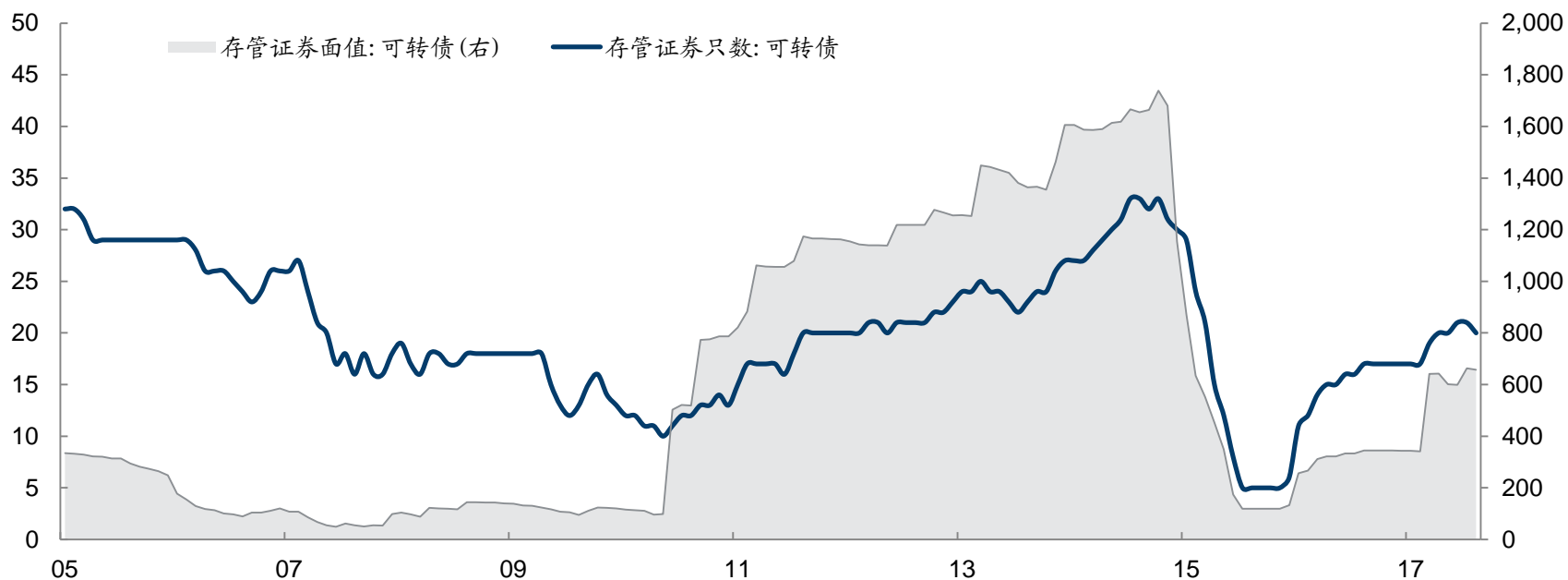


中国转债市场的发展历程



转债市场规模：乘风破浪潮头立

转债市场的存量规模



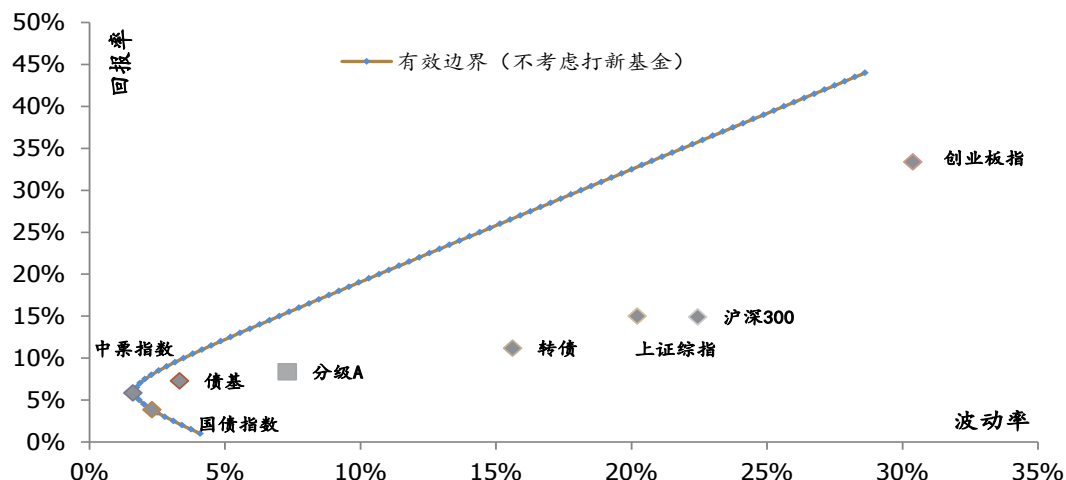
资料来源：万得资讯, 中金公司研究

- 转债市场的规模不仅取决于供给，也取决于股市表现，牛市中由于纷纷触赎回条款转股而“入不敷出”。
- 2010年随着中行转债发行，转债市场进入大盘转债时代。转债市场规模在11年突破千亿，并在14年底的牛市初期达到接近1700亿元的巅峰值。但是随着2014年底“疯牛”来临，存量券种相继触发赎回而转股。而新券发行则远远跟不上赎回进度，转债规模一度缩水至150亿元附近。同时，随着股市大幅调整，当市转债的发行节奏也被打乱，一度处于暂停状态。随后，随着股市逐步恢复正常，转债供给也恢复。
- 17年，随着证监会收紧定增，转债融资成为替代选择，受益最为明显，预案的数量也达到了史无前例的水平。目前总预案金额突破3000亿元，只数突破100只。

投资者眼中的转债

对于投资者而言，转债有何魅力？

- 对于债券型基金等投资者而言，转债是投资者间接参与股市、博取超额回报的重要途径；
- 盈利模式和投资特性与传统债券、股票产品不同，“进可攻、退可守”特征加上发行人促转股意愿强导致其是天然的配置品种；
- 转债与传统产品回报相关性低，有助于明显扩大组合的有效边际。
- 在分享股市收益的同时，转债还拥有质押回购融资功能，从而成为收益的放大器。14年底至15年初，转债基金曾借助杠杆威力而大放异彩；
- 转债采取T+0交易，且无涨跌停板，相比股票更加灵活。同时，转债的流动性明显好于纯债；
- 历史经验看，转债在过去13年的发展历程中，为投资者赢得了明显的超额回报。



资料来源：万得资讯，中金公司研究

发行人眼中的转债

转债的发行人

- 理论上，转债融资具有优化资产负债表、溢价融资、不立即摊薄股权、对信用资质影响小、扩大融资需求群体、财务约束低、信号作用等诸多优势，为海外科技公司等所常用。
- 进退皆可得：不转股享受低票息融资，如果转股享受溢价（转股价较发行时股价溢价）融资。
- 转债作为一种再融资手段，虽然看似债券，但A股发行人更多地将其作为间接的股权融资来看待转债融资。
需要特别指出的是，这是理解A股转债诸多投资特性的根源！
- 与传统转债形似的可交换债（EB）的发行人则是上市公司股东，这也是导致其“形似而神不同”的重要原因。

对于发行人，转债的优势和劣势在哪里？

优势

- 1、转债可以延迟股权摊薄，同时原股东可通过优先配售获益，因而转债相比定增等，更容易受到公司股东的支持。不少承销商曾用大股东可以通过优先配售权获得一二级价差来游说发行人；
- 2、发行难度极低，同时在价格上（转股价）可享受溢价发行（至少不用折价，也不能折价），综合融资成本低；
- 3、对于股权融资困难产能过剩行业、刚刚进行过定增又有再融资需求的公司，转债也是可行的替代方案；
- 4、银行等定增融资规模大，股市承接有难度，转债对股市的直接影响要小很多。

劣势

- 1、发行周期比较长，融资效率较低，审批效率还有待提高；
- 2、对于急需补充权益资本的公司而言，转债转股需要时间且有不不确定性；
- 3、条款设置等稍显复杂，发行人理解有难度；
- 4、发债规模受制于《证券法》净资产40%的限制，同时对上市公司盈利要求等门槛不低；
- 5、转债资金用途要有严格的项目支持，公司债等用途约束少。

A股转债条款模式已经成型

典型转债条款——以电气转债为例

发行人	上海电气 (601727.SH)	发行方式 (优先配售+公开发行)						本次发行向除控股股东以外的原股东优先配售，每股配售2.229元，原股东优先配售后余额采用上交所交易系统网上及网下配售的方式进行（网下网上预设发行数量比例为20:80），余额由承销团包销。网下的申购数量下限为2000万元，上限为48亿元，定金比率20%。网上申购数量下限为1000元，上限为12亿元。	
发行规模	60亿元	债券期限	6年	资信等级	AAA	担保人	无		
票面利率	6年票息分别为0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.5%、1.6%，到期按面值的106.6%（含当期应计利息）的价格赎回。								
转股价格	10.72元	转股期	2015/8/3-2021/2/1	转股价格调整	送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利				
转股价修正	在可转债存续期内，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于档次股东大会召开日前20 个交易日发行人股票交易均价和前1 交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一年经审计的每股净资产值和股票面值。若在上述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。								
赎回期	2015/8/3-2021/2/1	赎回条款		在转股期内，如果公司A股股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息赎回全部或部分未转股的可转债。					
回售期	2019/2/2-2021/2/1	回售条款		在本可转债的最后2个计息年度，如果公司股票收盘价连续30个交易日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%（含当期应计利息）回售给公司。					
申购日	2015/2/2	网下资金解冻日		2015/2/5	上市日		2015/2/16		

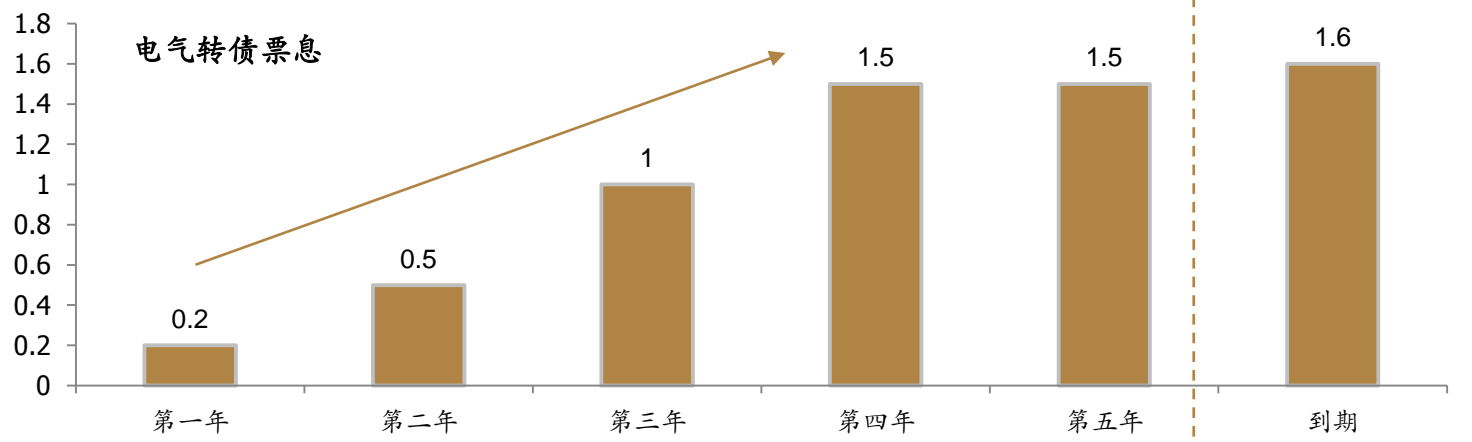
资料来源：万得资讯,中金公司研究

小讨论：A股转债条款为何如此优秀？

- 上市公司的股权激励缺位、“做大”冲动、股价的高估、融资约束等等使得发行人普遍将转债作为一种间接的股权融资。有动力降低初始溢价率以促进转债的早日顺利转股；
- 融资的监管审批制度严格，审批程序冗长，发行人显然会尽力把握难得的融资机会，不容失败；
- 发行制度也是重要原因。从发行到上市需要经历大约2周的时间，承销商如何规避其中的承销风险呢？答案只有提升转债价值作为缓冲，并保证转债融资的成功，吸引投资者参与申购；
- 而优先配售条款的设置，使得原股东也愿意“纵容”发行人，以便获得更为丰厚的一二级市场价差，大股东成为最大赢家。
- 问题：优先配售+定金申购的发行制度已经改变。信用申购机制下，条款趋势下会有什么变化？
优先配售和促转股意愿决定初始溢价率不高，信用申购导致的低中签率推动票息条款弱化。

转债条款简介——纯债条款

转债
中
与
纯
债
属
性
相
关
的
条
款



纯债相关条款要点

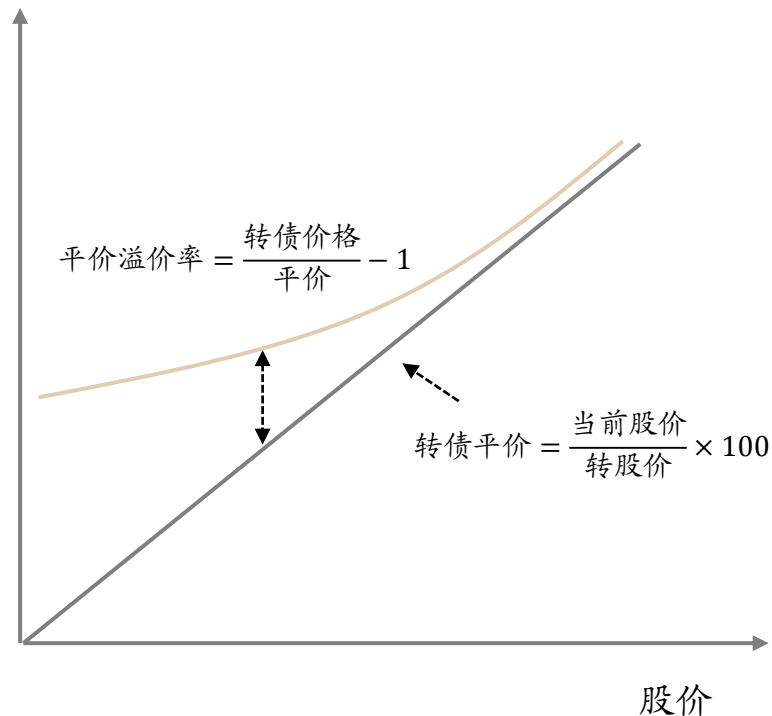
- ❑ 06年《证券发行管理办法》是转债条款设计的主要法规依据。
- ❑ 转债票息一般远低于相似公司发行的纯债。
- ❑ 票息多为递增结构，首年票息一般较低。如此设计的背后逻辑？A股转债促转股意愿均较强，多数转债都在存续期间大概率转股，后置的票息实际上很少真正支付。
- ❑ 转债到期后多数不以面值还本，而以一个约定价格赎回。到期赎回价格通常高于面值+当年应计利息。早期还存在所谓“补偿利率”、到期回售，但现在已经逐渐淡出。
- ❑ 期限上，多为6年期，少数为5年期，曾有3年期品种。期限长发行人转股时间更充足。
- ❑ 转债需要进行信用评级，资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告。
- ❑ 转债担保方面，06年之前必须提供担保，06年之后最近一期末经审计的净资产不低于人民币十五亿元的公司除外。目前，仅航信转债为有担保转债（母公司）。

资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债条款简介——转股条款

转债转股条款常见问题

- ❑ **转债能转成多少股？** 募集说明书中载明转股价，投资者在转股时以面值转股，即每张转债可转为“100/转股价”份正股。转股所得股票为公司新发行的股票，因而对股价有稀释效应。
- ❑ **转股价如何确定？** 转股价不得低于募集说明书公布前20日均价和前一交易日均价（孰高原则）。上浮比率（初始溢价率）一般较低，为什么？源于发行人早日促成转股动机，导致转债成为“间接”股权融资方式。
- ❑ **投资者什么时候可以转股？** 转债设置转股期，进入转股期后可转股。目前转债的转股期一般为转债发行完成6个月后。进入转股期后，投资者可随时转股。
- ❑ **但需要强调可不可以转股与会不会转股是两个概念，何时会转股？** 触发赎回条款后转股（最常见的转股模式）；转债折价套利转股；到期转股；恒丰转债等大股东主动转股。
- ❑ **什么是平价？什么是平价溢价率？** 平价也叫转股或转换价值，是转债转换为股票后对应的股票市场价值。转债平价=股票当前价格*100/转股价。平价溢价率是观察转债估值时最常用的指标之一，是转债价格超出转债平价的幅度，计算上：平价溢价率=转债全价/转债平价-1。
- ❑ **发生分红、送转等新转股价如何调整？** 转债的转股价将随着这些事件而进行调整，募集说明书中列有详细的公式，从而保证平价水平保持前后一致。但值得注意的是，当增发价等与转股价相差甚远时，可能会影响到调整后的平价水平。此外，会向上调整吗？原则会，实践中少！



转债条款简介——其他附加条款

转债的其他附加条款

下修条款

- 全称“转股价向下修正条款”（与调整相区别），是指“发行人”在既定条件下，拥有向下修正转股价的权利。
- 典型的下修条款：“当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。”
- 显然，当下修启动，转债平价将向面值有所回归，给转债带来“推倒重来”机会，多数时候为利好。但加大对公司股本的摊薄，压制正股表现。
- 但发行人为何下修？多数时候是为了避免触发回售条款，转股价修正比回售条款更容易触及；同时，发行人将转债看做间接股权融资工具。下修从中长期看增加了促成转股的概率。
- 下修一定能通过？06年《证券发行管理办法》之后，下修均需要经过股东大会表决方可通过（之前只需要董事会决议即可），存在不确定性，关注发行人、投资者、大股东和其他股东之间的博弈。民生、唐钢等转债曾有被否的惨痛经历。

赎回条款

- 赎回条款是发行人的权利。在现实中，除非触发赎回条款或出现负溢价、到期等情景（恒丰大股东曾“意外”转股），转债投资者一般不会主动转股。因而赎回条款实际上是发行人在股价上涨后促成转股的约束性条款。
- 典型的赎回条款如：“在转股期内，如果公司A股股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息赎回全部或部分未转股的可转债。”
- 触发赎回为何会促成转股？由于赎回触发时转债平价已经很高（一般超过130元），赎回价一般仅略高于面值，接受赎回显然不是最优选择。赎回触发后，会有公告提示和2-3周不等的交易时间，供卖出或转股。
- 有没有发行人放弃赎回？很少，比如民生、金鹰、锡业、东华、同仁等转债，背后的理由各有不同。

回售条款

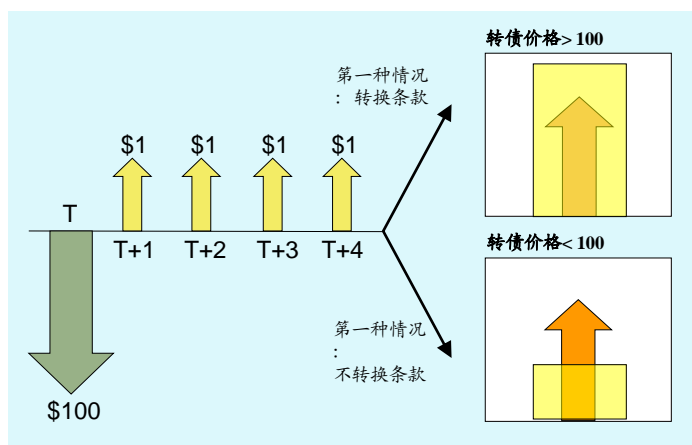
- 回售条款是对投资者的保护性条款。即当股价过低时，投资者可以以回售价将转债回售给发行人。
- 典型的回售条款如：“在本可转债的最后2个计息年度，如果公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%（含当期应计利息）回售给公司。”
- 回售条款要与转股价修正条款结合起来看？显然，被回售意味着融资失败且对现金流有冲击，不为发行人所乐见。值得注意的是，回售要比下修更难触发，因而发行人完全可以利用下修来提升平价水平从而避免回售条款。因此，转股价修正条款往往要与回售条款结合起来分析。
- 07年之后由于市场需求火爆，导致回售等条款纷纷弱化，回售时间大为延后。时点回售条款仅在华电等个案中出现。

第二章

转债定价模型——静态看法

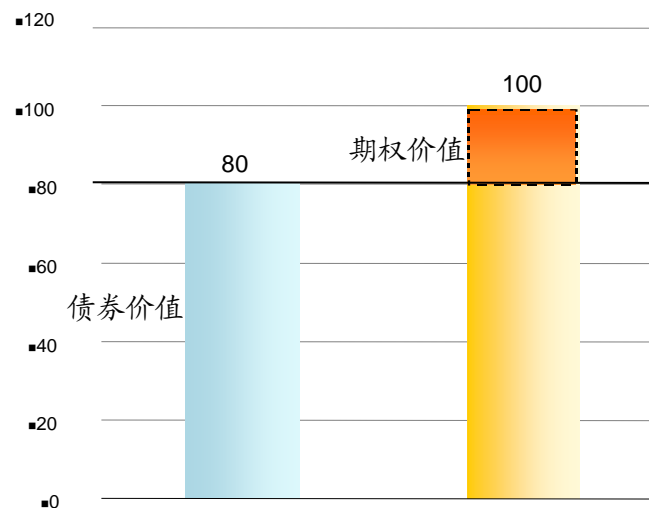
可转债的价值构成——传统的直观看法

可转换债券产品现金流



可转换债券的票面利率一般低于相同信用评级的普通债券，零息转债在海外市场也不少见，投资者愿意接受低利率是因为看重转债内含的期权价值

可转换债券的价值构成



可转换债券可内嵌多种期权，如转股权、发行人赎回权、投资者回售权以及转股价向下修正权等

事实上很难将影响转债价值的各个因素清晰的划分开来。这些因素往往交织在一起，共同影响转债的投资价值。

转债定价模型——B-S公式法

BS公式法

- 这里的B-S公式泛指基于Black-Scholes偏微分方程的期权价值解析式。
- B-S公式法将转债价值简单拆分为：纯债价值+转股期权（看涨期权）。其中，纯债券价值使用贴现方法即可取得，对转股期权部分，将它看作一个普通看涨期权，使用BS公式求解。（如右侧所示）
- 其中S为当前股票价格,X为转股价格，R为无风险利率，T为到期期限， σ 为股票的波动率。将上述公式计算得到的C与纯债券价值简单相加得到转债的估价。
- B-S公式无疑是最为简单、粗糙的定价模型，将纯债与期权相割裂存在先天缺陷，也无法刻画回售等诸多复杂条款。

期权估值

$$C = SN(d_1) - Xe^{-r(T-t)}N(d_2)$$
$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$
$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + (r - \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

纯债估值

$$B = \sum_{i=1}^{T-1} \frac{D_i}{(1+y)^i} + \frac{\max(D_T + P_T, P_{redm})}{(1+y)^T}$$

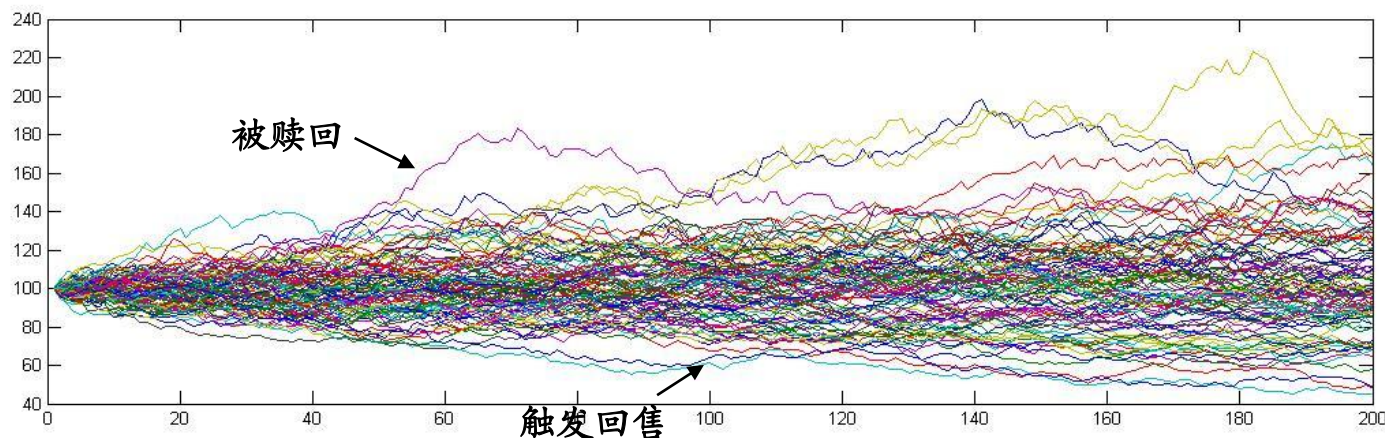
转债价值

转债定价模型——LSM法

LSM法

- LSM模拟法可以简单地概括为先正向模拟出股价变动，再按照类似二叉树的方法逆向地对期权价值倒推求解，其中倒推的方法是基于最小二乘估计的方法。具体步骤包括：
- 1、模拟出大量股票价格的路径，并记录；
- 2、假设不发生提前转股、回售等情况，计算到期日转债的价值；
- 3、倒推到到期日前节点的转债价值。使用最小二乘估计的方法估计出到期前节点上继续持有转债的价值（V1），再计算出立即转股的价值（V2），取V1和V2的较大者作为当前节点的转债价值，再根据模拟路径考虑是否触发赎回条款、回售条款；
- 4、按照第三步的方法计算出所有路径到期之前节点上的转债价值，进而计算估值日的转债价值的平均值作为最终估值结果。

股价模拟情况



资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债定价模型的优劣——尽信书不如无书

优势

劣势

共同的问题

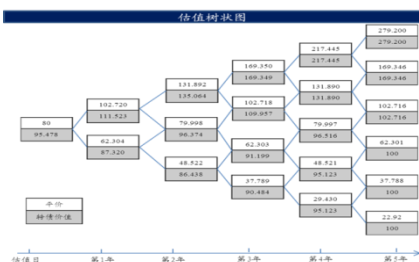
BS 公式

$$C = SN(d_1) - Xe^{-r(T-t)}N(d_2)$$

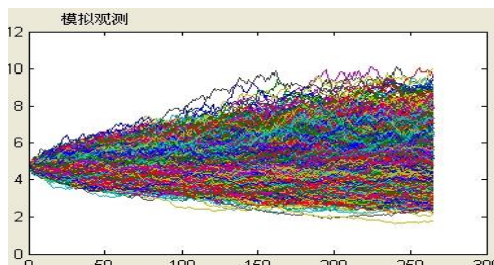
$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

$$d_2 = \frac{\ln(S/X) + (r - \sigma^2/2)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}$$

二叉树



LSM



B-S公式是直接由热扩散方程求解析解得到的公式，实现起来最为简单，因此在运算速度上几乎无可比拟。同时，B-S公式也是最方便解得 Δ （转债对正股的敏感度）等敏感度指标的一种方法。

二叉树方法的优点在于能够充分考虑转债的美式特征且能够得到收敛的稳定解。

该模型的优点在于可以充分考虑美式特征和路径依赖特征，最接近真实世界的转债。同时，由于股价是模拟出来的，可以方便地在模型上加入如变动的波动率、股价跳跃等真实因素的考虑。

B-S公式的缺点也显而易见，那就是对于可转债的复杂条款（尤其是诸多路径依赖条款）的价值估计无能为力。而转债期权实质上是美式期权，B-S模型仅仅适合于欧式期权，存在先天缺陷。

对于赎回条款、回售条款而言，由于他们存在路径依赖特征，二叉树方法很难刻画，只能寻求替代方法。

缺点显然在于大量耗费计算机内存，需要大量重复计算才能得到收敛的结果。

□ 无论哪个模型，BS偏微分方程都是其本源，而此PDE又依赖“股价几何布朗运动”和“期权可对冲复制”这两大假设。而很不幸的是，这两个假设均存在问题。尤其是我国卖空机制还十分不健全。

□ 此外，作为几乎最重要的参数——隐含波动率，在我国市场上还没有很好的参考标准。

□ 但是，工欲善其事必先利其器，如果我们有较为有效的模型，会给我们在判断转债估值、对股价的敏感度等诸多方面带来不言而喻的益处。而且如果未来中国转债市场也进入波动率交易时代，模型的重要性将更加显著。

第三章

A股转债回报驱动力分析——动态视角

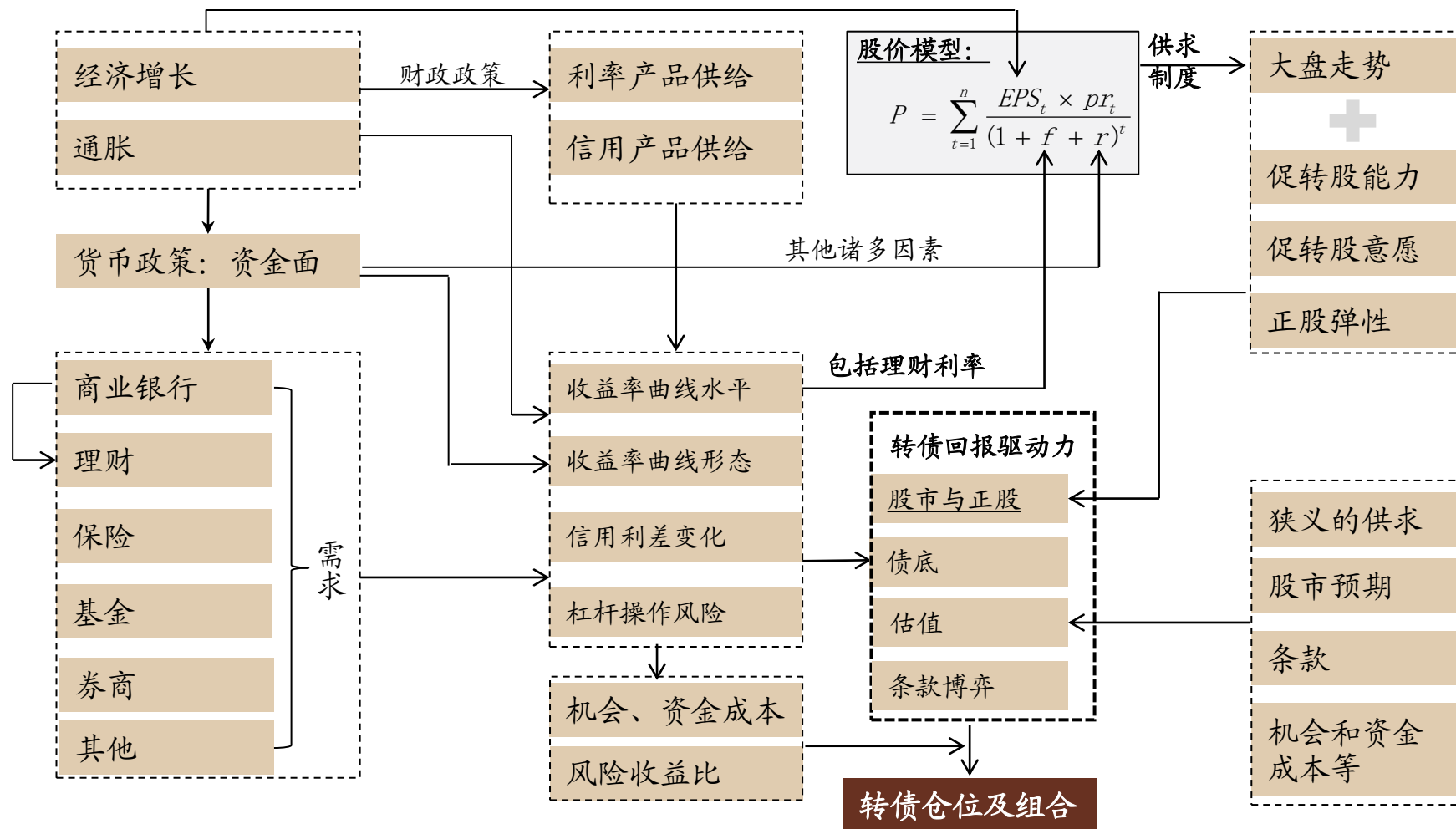


“慧博资讯”是中国证券研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

中金固收的转债分析框架

转债投资研究框架

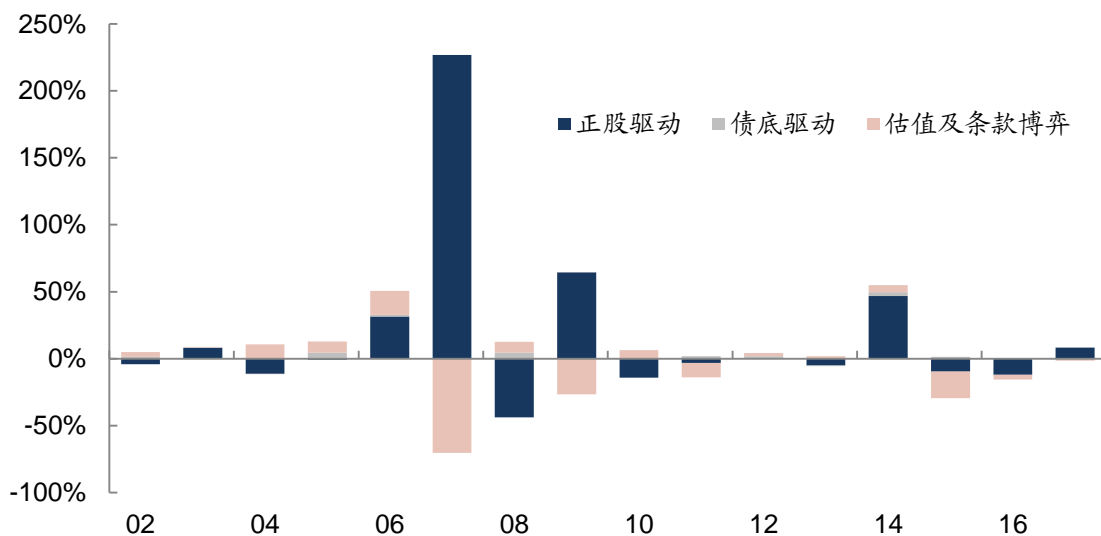
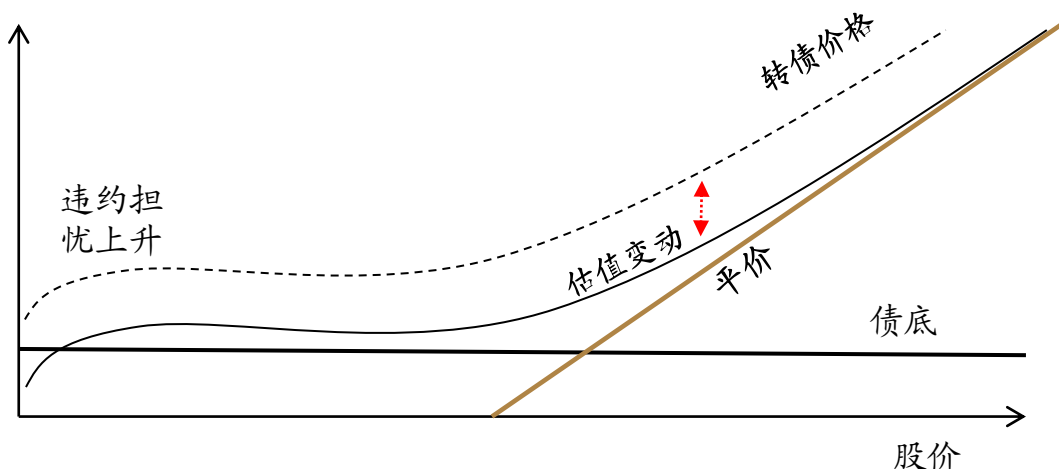


资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债回报驱动力——更“接地气”的动态视角

转债回报驱动力

- 传统的教科书一般认为影响转债投资价值的因素众多。股价、股票波动率等股票因素，无风险利率、信用利差等利率因素都是影响转债价值的重要因素。
- 但在实践当中，我们很少这样去看转债。盈利模式决定操作思路。由于缺少对冲工具且转债估值往往不便宜，A股转债的根本盈利模式是正股上涨驱动转债价格上涨，而非海外的对冲套利交易（波动率交易）。这使得定价更像是静态的思考方法，而回报驱动力更着眼于动态和边际变化。
- 实践中，转债的驱动力主要包括：正股走势、估值变动、债底变动和条款博弈。除此之外，多数转债品种能够进行回购融资。原则上，杠杆操作也可能成为影响转债回报的放大器。



资料来源：万得资讯, 中金公司研究

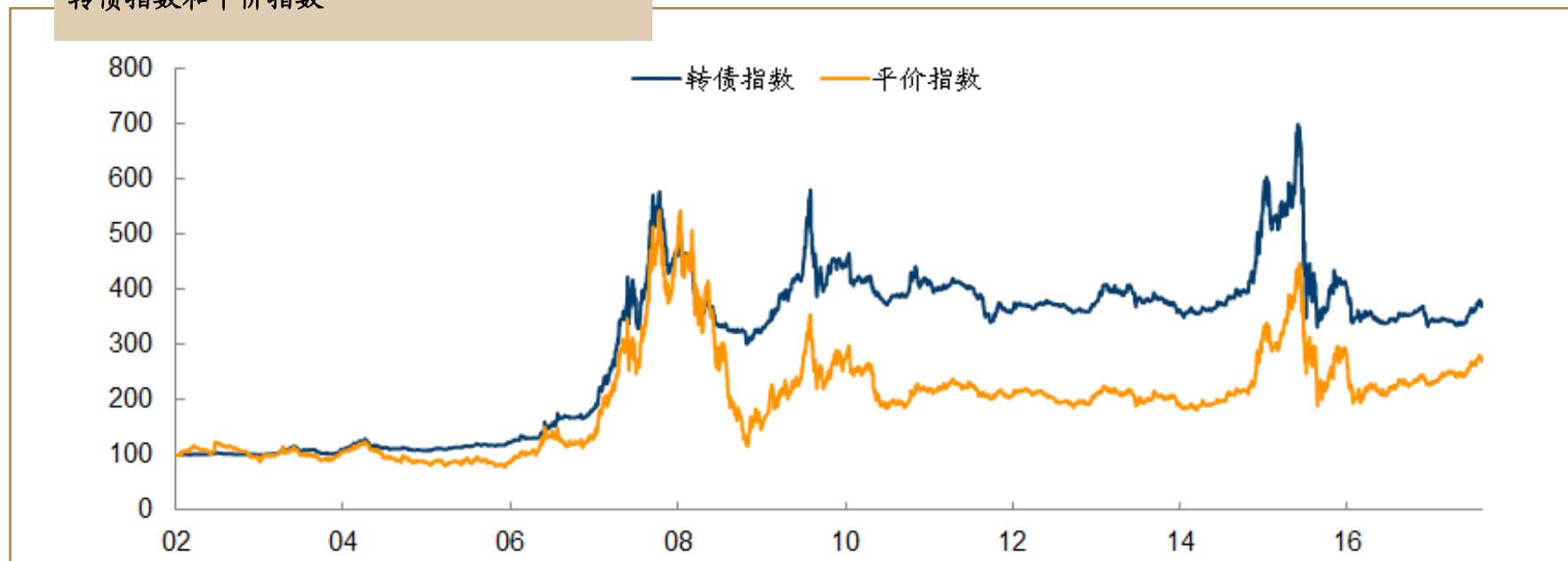
平价变动——什么最重要？正股，正股，正股！



为什么正股最重要？

- 为什么正股最重要？——由转债的盈利模式所决定！
- A股转债的盈利模式是什么？在海外成熟转债市场当中，对冲基金是转债市场最主要的参与者。这些投资者通过对冲交易，可以改变转债投资的收益、风险特征。实践当中，海外市场由于对冲工具完善，投资者不仅可以从正股的方向判断中赚钱，还可以从正股波动率交易、分拆交易中赚钱。而A股市场由于做空机制不完善等诸多原因，股价上涨推动转债价格上涨仍是最根本的盈利模式，对正股方向的判断还是根本。
- 这样的盈利模式决定了正股的方向无疑是投资者最大的关注点。正如李嘉诚对房地产投资的心得是“第一是地段，第二是地段，第三还是地段”。同理，转债投资最关键的因素也是“正股、正股、正股”。

转债指数和平价指数



资料来源：万得资讯,中金公司研究

平价变动——思考框架类同股票

理解股价走势方面的框架

□ 在理解股价走势方面的框架方面，股息折现模型和市盈率乘数模型是最简单有效的思考方法。不过，这些简单的模型只是提供一种思考方式。我们在应用过程中追求的是“模糊的正确，而不求精确的错误”。而实践中对上市公司的考察也会更加全面、务实、细腻，无法用三言两语概况，且也非我们的长项。此外，每个投资者观察正股的角度、操作思路也千差万别，不一而足。

股息贴现模型（整体）：

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{EPS_0 \times (1 + g_{0 \rightarrow t}) \times pr_t}{(1 + r_f + r_p)^t}$$

市盈率模型（个股）：

$$P = \frac{P}{E} \times E$$

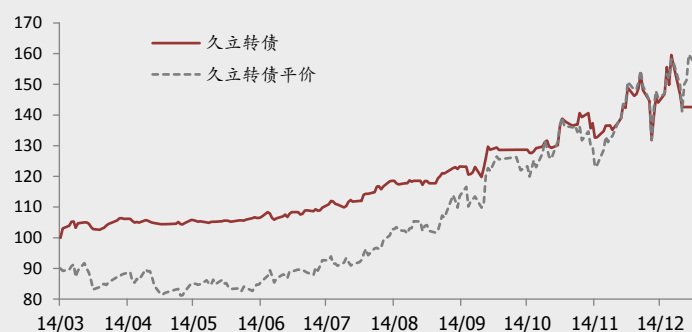
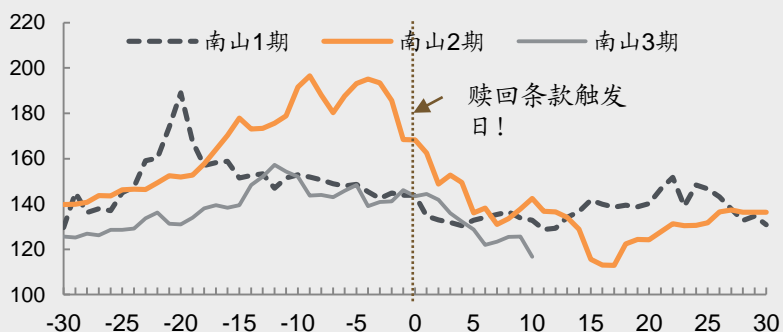
股息折现模型可以让我们更清晰的看到股价影响因素的驱动因素。理论上，业绩增长、无风险利率下行或风险溢价下降（或风险偏好上升）都会带来股价的上涨。当然，现实中更为复杂，供求、制度变革等等无法在简单模型中刻画。无风险利率与股价之间的关系也并没有模型显示的直白，当无风险利率下降时，往往也意味着经济增速在下行，盈利预期也在下降，甚至远超过分母项的影响，股价还是可能会调整。简单来看，股息折现模型往往更合适对股市整体走势进行趋势推断，尤其是可以结合美林投资时钟等加以推断。

市盈率乘数模型其实是更简化的模型。对龙盛、东华、国投等优质转债，正股估值低，业绩持续高增长。投资者往往这样思考其投资价值，假设正股估值不变，股价即便完全由业绩推动，两年（EPS每年30%增长，两年股价涨幅69%，不考虑股票分红）基本都可以推动转债顺利转股。对这样的转债品种，投资者可以考虑在低位坚持持有，以赎回预期思维倒推介入价格。

平价变动——与股票投资者视角的同与不同

与股票投资者视角的同与不同？

- 对转债投资者而言，与股票投资者看股票最大的不同在于发行人促进转股的能力、意愿、股价弹性三者同等重要。
- A股转债发行人基本上都有很强的促转股意愿。背后的原因可能是多样的，包括上市公司的高成长、股权激励缺位、“做大”冲动、股价的高估、融资约束等等使得我国转债发行人普遍将转债作为一种间接的股权融资方式。这些发行人有动力保持低初始溢价率甚至不惜修正转股价以促进转债的顺利转股。而促进转股的能力并不是每家公司都具备的。在促进转股能力方面，转债投资者的基本面关注点与股票投资者完全一致，无须赘述，好股票就是好转债。而转债发行人还可能通过转股价修正等促进转债转股，这一点正股并不具备。
- 在我们看来，发行人促进转股的能力和意愿同等重要，“差公司、好转债”不少见。尤其是在牛市中的中小盘股，市场对利好的敏感度高，甚至会对发行人“促转股”的预期自我实现。此外，剩余期限不长的转债发行人促转股的迫切性也日益加强，也往往容易产生“差公司，好转债”的现象。
- 最后，从正股弹性的构成来看，可能进一步分解为估值弹性和业绩弹性。历史上的好转债几乎都有很好的正股弹性。但需要注意的是，正股弹性是把双刃剑。在股市熊市、正股高位或转债绝对价位较高时，正股弹性未必是利好。反过来，当转债绝对价位较低，安全边际较好时，高弹性个券无疑是最值得重点关注品种。毕竟，正股大幅上涨，转债将有超预期表现，而如果正股大幅下跌，可能引发转股价修正可能，转债“进可攻、退可守”特性能够得到最大程度的发挥。



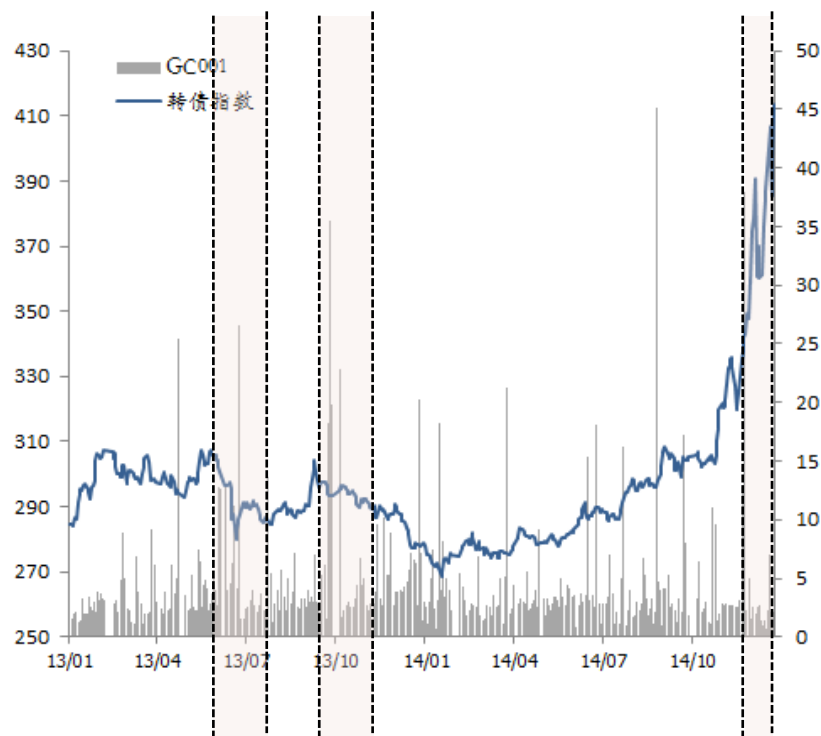
债底驱动：没有看上去那么重要

债底驱动力

- 债底的实际影响力偏弱。债底变动方面，理论上债底价值提升，转债安全性增强，价格也将随之提升。但实际影响并没有那么明显，一方面A股转债初始平价接近面值，因而转债价格距离债底普遍较远，多数转债对债底变化并不敏感。另一方面，传统转债投资者多为债券投资者，债底走强实际上还意味着转债面临的机会成本较大，未必是利好。
- 因此，一般而言，债底是“硬保护”，可以让投资者更容易判断转债的安全边际，但一般不容易成为主要的回报驱动力。如果到期收益率足够高，投资者完全可以以逸待劳，甚至通过回购养券等待契机。
- 不过，一个值得讨论的现象是，为何债市的流动性冲击往往先伤及转债？实际上，主要的原因是：转债投资者中，债券投资者占比较大。当债市突发流动性冲击，如13年中钱荒、14年中登事件等，债基等遭遇赎回压力，由于转债流动性更好，往往成为兑现流动性的出口。当然，如果股市同时出现波动，那么股市一般是主导因素。



GC001与转债指数



资料来源：万得资讯，中金公司研究

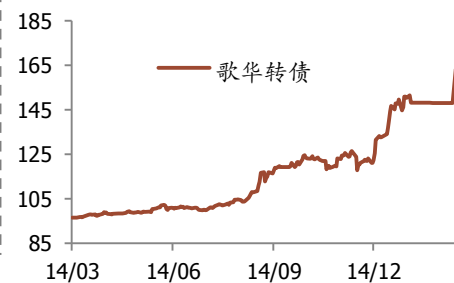
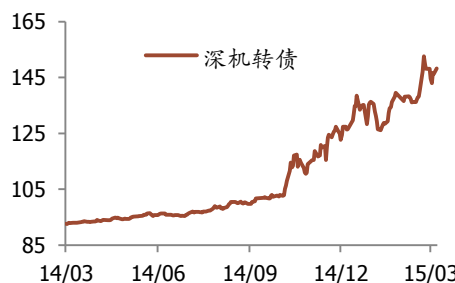
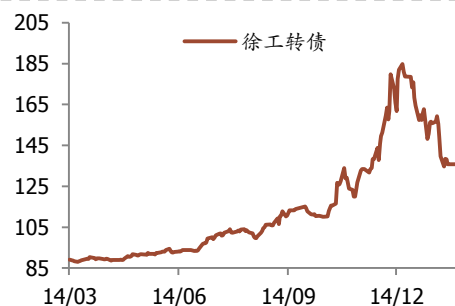
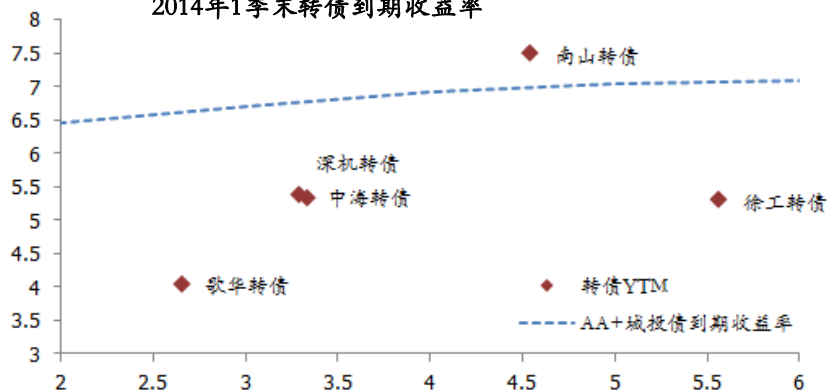
债底驱动——曾经的“纯债替代型转债”

□ 曾经的“纯债替代”型转债。在2005年之前，转债市场估值低估，大量的转债兼具纯债和股票替代价值。而2014年上半年，牛市尚未启动，市场仍处在震荡市甚至熊市思维中。当时曾有数只转债几乎同时进入了“超低价+未进入回售期”的状态，包括深机、徐工、中海、南山以及歌华转债。由于这些转债平价很低且暂无下修预期，因此这些转债价位常年位于90元左右的量级，对应YTM与当时的信用债几乎无异。

□ 我们当时的策略？由于价位、YTM与纯债接近，因而其内含期权几乎为免费。但毕竟转债拥有进攻属性，发行人也希望看到转债触发赎回而转股，我们当时推荐持有这些纯债替代型转债。最终，这些转债无一例外在后来的牛市中大涨并触发赎回条款，投资者以超低的成本获得了高额回报。退一步讲，即便后来的牛市仍不到来，这些转债仍可获得纯债收益，“进可攻，退可守”的特性表现的淋漓尽致。

□ 不过，值得注意的是，债为盾，而矛仍是股。在债底提供保护的同时，正股仍然做出了更大的贡献。事后来看，正股弹性最大的徐工、南山也在14年内获得了更高的收益。

2014年1季末转债到期收益率

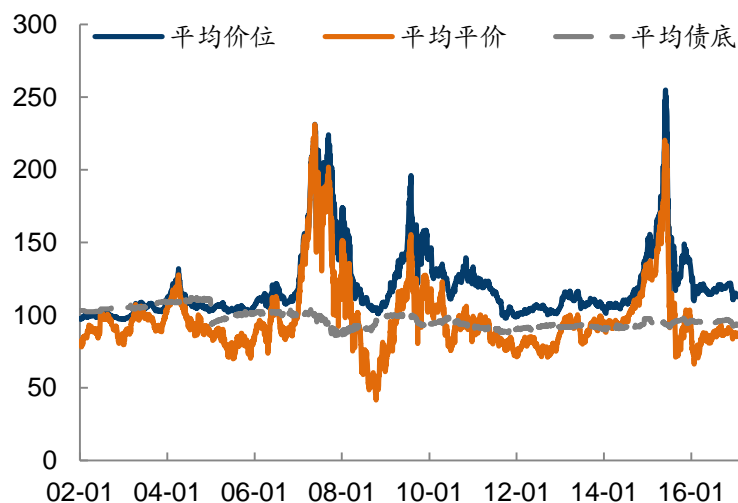
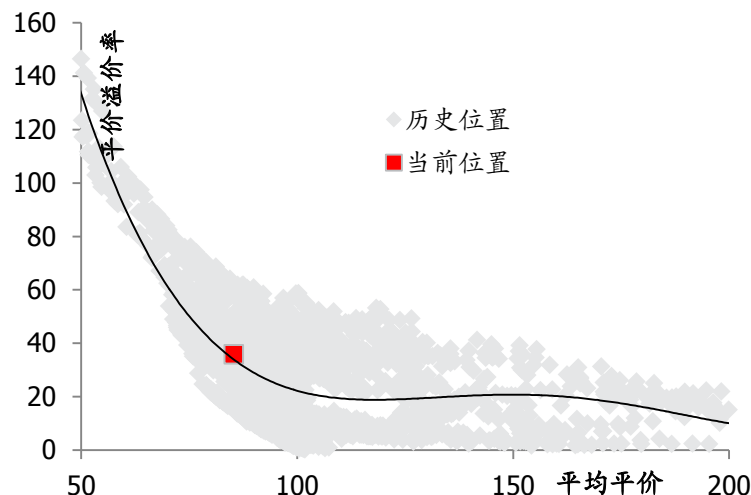
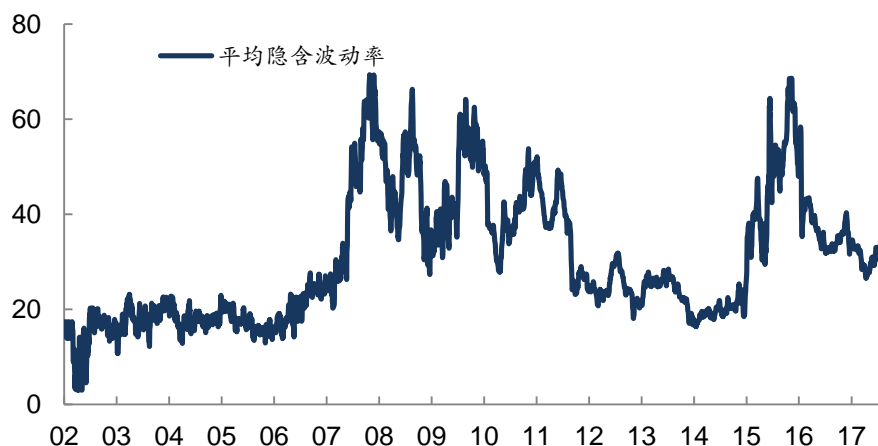


资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债估值——短周期内的重要因素

如何看转债估值？

- 从中期意义上讲，转债估值的高与低，决定了整个市场，是赢家市场还是输家市场，性价比是高是低。
- 我们上面介绍过衡量转债估值最综合的指标，即隐含波动率，其在历史纵向上可比性较好。而如果投资者没有较为合理的模型，通过债、股性分布图也可以得到较为准确的判断，比如我们常用的平价和平价溢价率、底价溢价率和平价溢价率分布图等。当然，这还是静态的分析，我们在上面提到，这种估值差异往往有其背后的理由，甚至会长期存在。如上述，在实践当中，我们往往更关注估值的动态变化。当然，估值的绝对水平及与股市的匹配度有助于衡量性价比。



资料来源：万得资讯,中金公司研究

估值变化——背后的驱动因素

股市预期

- 历史经验表明，股市趋势性行情中，股指表现与转债估值往往呈现同向性。这背后的原因包括趋势交易思路、股市上涨后转股导致稀缺性加大等。股市反弹激发投资者调整大类资产配置冲动，转债整体仓位将明显提升，转债有可能是受益者。
- 不过当市场进入震荡市思维后，投资者“高抛低吸”行为导致估值与股市表现呈现反向关系。

转债供需

- 转债供求可简单概括为需求看债基发行与赎回，供给看净赎回和新券发行。
- 其中，转债基金是最为刚性的需求资金，而银行理财、RQFII等在转债低位时都曾成为新的需求群体。
- 转债是小众市场，需求弹性远比供给弹性大，对需求波动更敏感，机构博弈行为很重要。

影响转债估值的因素

机会成本

- 一般来说，纯债市场是转债投资者的机会成本。过去的经验显示，当来自于债市的机会成本提升时，转债配置需求降低，往往也容易导致估值的压缩。
- 转债回购融资功能的放开，曾导致机会成本将大为降低，对估值曾有一定的提升作用。

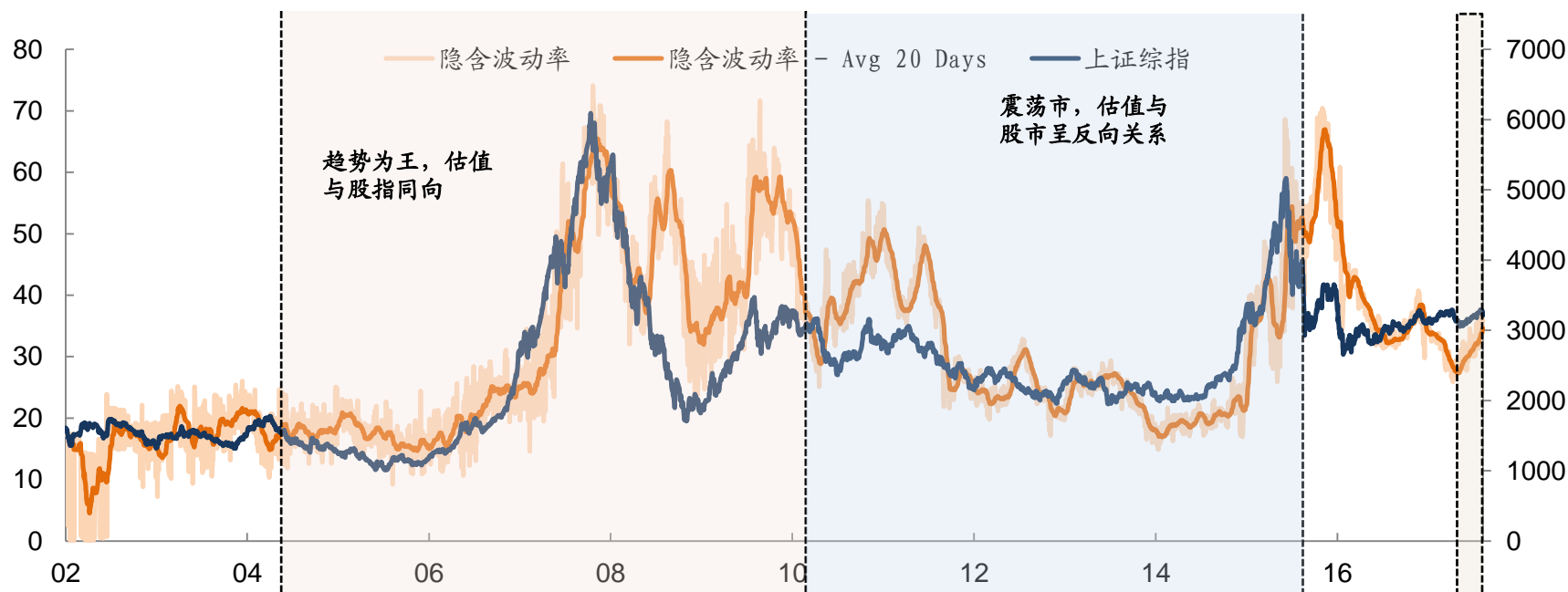
条款博弈

- 例如转债是否进入转股期？转债是否面临赎回压力？转债是否存在下修预期？等问题都曾显著影响过转债估值，我们将在后面详细阐述。投资者也可参考我们的专题研究《条款博弈那点事》。

转债估值：“双轮驱动”最常见

转债估值与股指的相关性

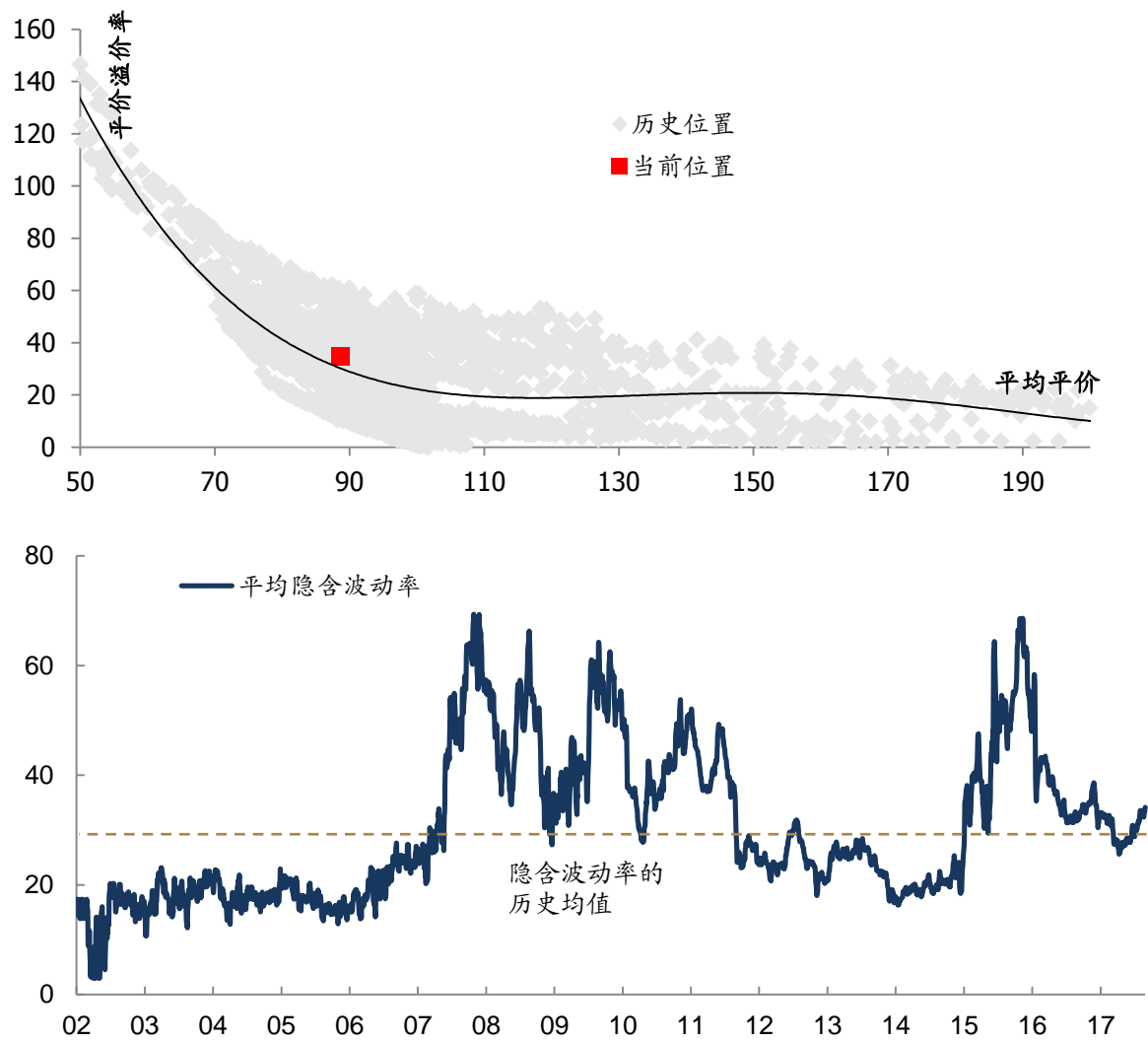
- 历史经验表明，股市市场表现与转债估值经常出现同向性，即“双轮驱动”。股市反弹激发投资者调整大类资产配置冲动，作为小众市场，需求的弹性比供给的弹性大得多。转债整体仓位将明显提升，需求力量强于供给增速，转债有可能是受益者。尤其是07、09年牛市中表现非常明显，不但投资者对股市的预期不断在上涨中强化，而且转债由于赎回以及股权融资更融资等，转债市场净供给减少，加剧了供求的不平衡，导致转债估值与股市走势呈现出较强的正相关性。
- 而在今年，这种情况再度出现。6月中旬随着股市反弹，转债再现双轮驱动，不少债券投资者“向转债要弹性”，转债指数的涨幅，也明显高于股指。
- 不过，当股市进入震荡市甚至熊市且这种观念深入人心，情况有所变化。股市上涨后，投资者把握波段操作机会使得转债估值承压。因而，此时转债估值和股市表现开始呈现明显的反向关系。



资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债估值——纵向比较

- 当前估值是高是低？这是投资者经常会提出的问题。我们可以借助历史数据做出判断。如右上图，我们以平均平价水平为横轴，以平均平价溢价率为纵轴做散点图，然后观察当前位置与历史水平的比较。可以看出，目前的估值水平在历史均值之上，但高出的幅度不大。右下图则为转债平均绝对价位、隐含波动率的数据。
- 值得注意的是，不同市场状况下，估值理应不同。例如牛市状况下，正股上涨预期浓厚，转债估值高亦属合理。因此，我们经常需要选取历史上最可比的一段时间与当前时点做对比。（考虑股市走势、供给状况等）
- 例如，今年上半年我们曾判断，供给冲击下，转债估值调整的目标位可能是接近13年上半年的水平，后来得到验证。

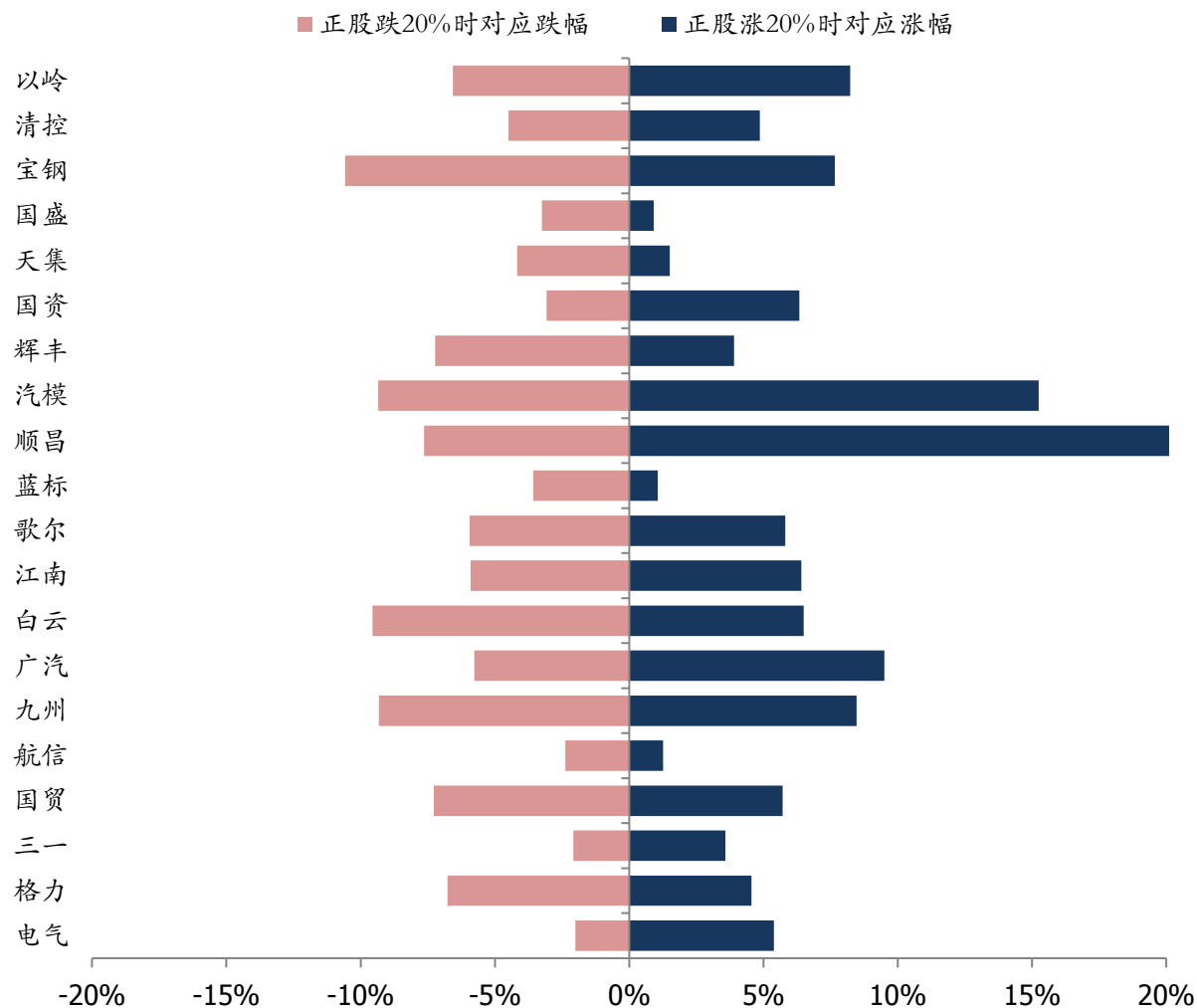


资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债估值：测试转债的“性价比”

- 情景分析是辅助判断转债性价比的实用的方法。尤其是在股市方向并不明确的情况下，我们可以假设股价涨、跌20%两种情景，考虑这两种情景下转债价位上涨、下跌的幅度。如果转债对应的涨幅明显大于跌幅，则说明以其作为博弈工具的性价比较高。反之则相反。

假设其他水平不变，股价涨跌20%后，转债对应涨幅是多少？（例：16Q2数据）



资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债估值：陷阱与绝对价位



A股市场投资者如何为转债定价？

- 由于没有卖空机制，在A股转债市场当中，没有波动率交易者，投资者的主流盈利模式是从股价上涨并推动转债上涨中受益。产品定价是供求驱动而非模型驱动，市场理论估值包括隐含波动率只是投资者的一个参考，绝不是投资依据
- 发行人转股意愿等无法用模型刻画
- 可转债精确定价较难，相对价值比较比绝对价值衡量更有意义
- 风险、收益权衡是最主要的定价方法

A股转债往往存在估值陷阱.....

- 一个转债隐含波动率低很可能不意味着真正的低估或投资价值，原因可能在于：
 - 市场预期正股上涨空间有限甚至下跌风险大
 - 回售和转股价修正条款差
 - 转债规模往往与估值呈反比（持仓比率的角度）
 - 公司促进转债转股的意愿低
- → 转债期限长，其他条件相似情况下隐含波动低等 -----

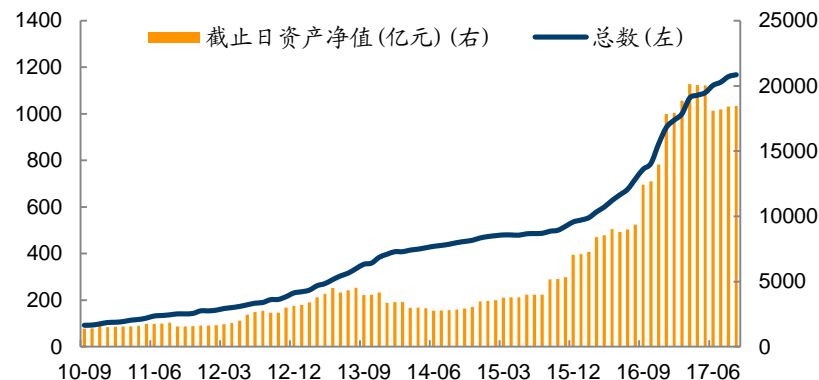
看转债估值还是看绝对价位？

- 条款博弈的存在经常导致绝对价位比所谓的估值更有意义。毕竟一旦修正转股价，转债平价有回到面值附近的可能。因此，历史上不少“条款博弈预期强烈”的品种绝对价位都很难明显低于110元。面值和到期收益率接近回购利率的价格往往也是支撑价位。
- 此外，在2015年7月股灾之后，存量转债出现了不看估值看绝对价位的“奇观”，背后的原因在于：不少非传统的投机者将T+0且无涨跌幅限制的转债品种作为投机工具，加之二级筹码稀缺、缺少供给。

转债供求：需求群体

传统需求群体

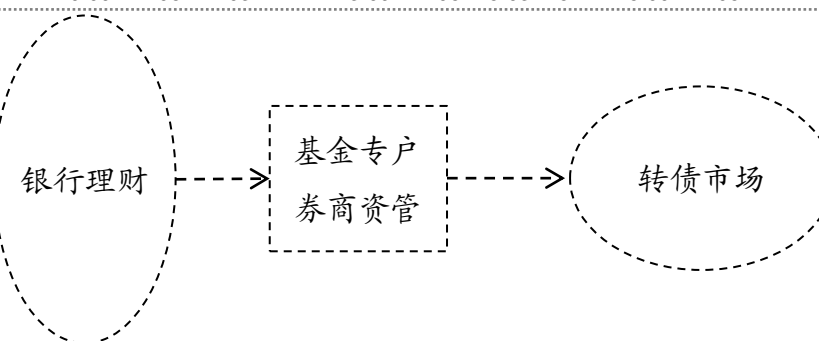
传统上，债券型基金、保险等是转债主要的投资群体。其中，公募债基曾是占比最大且边际影响（申赎剧烈）也最大的一类投资者。债基的规模比较容易跟踪，我们使用Wind的债基发行数据便可了解其边际变化。此外，专业的转债基金曾经是最主要的投资者，15年时占据转债的“半壁江山”。



银行理财

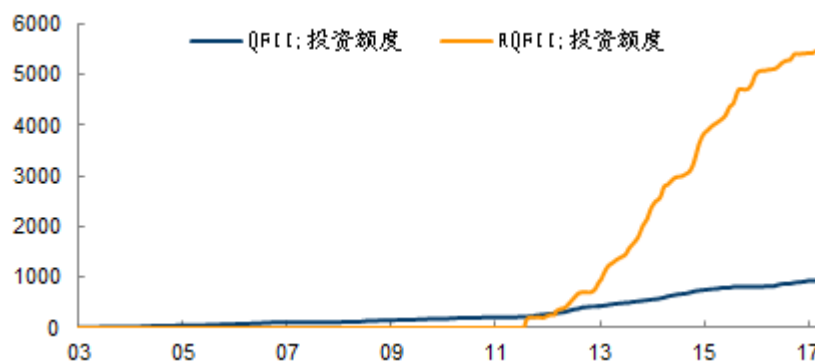
理财曾在14年底的牛市中通过基金专户大举进入转债市场。后来，随着转债估值高企，理财资金对私募EB产品的关注度更高。

今年以来，理财委外又有进入转债市场的迹象。



境外投资者

QFII和RQFII也常常参与转债二级市场交易和一级市场申购。与国内投资者相比，QFII/RQFII在以下几方面略有不同：1、不少QFII更加看重风险调整后回报。尤其是在股市方向性不强的情况下，倾向于将转债作为避风港；2、资金成本不同；3、对冲机制更完善，虽然存在交叉对冲风险（只能做空H股），但毕竟对冲机制更为完善，因而对转债估值情况比A股投资者更为看重。

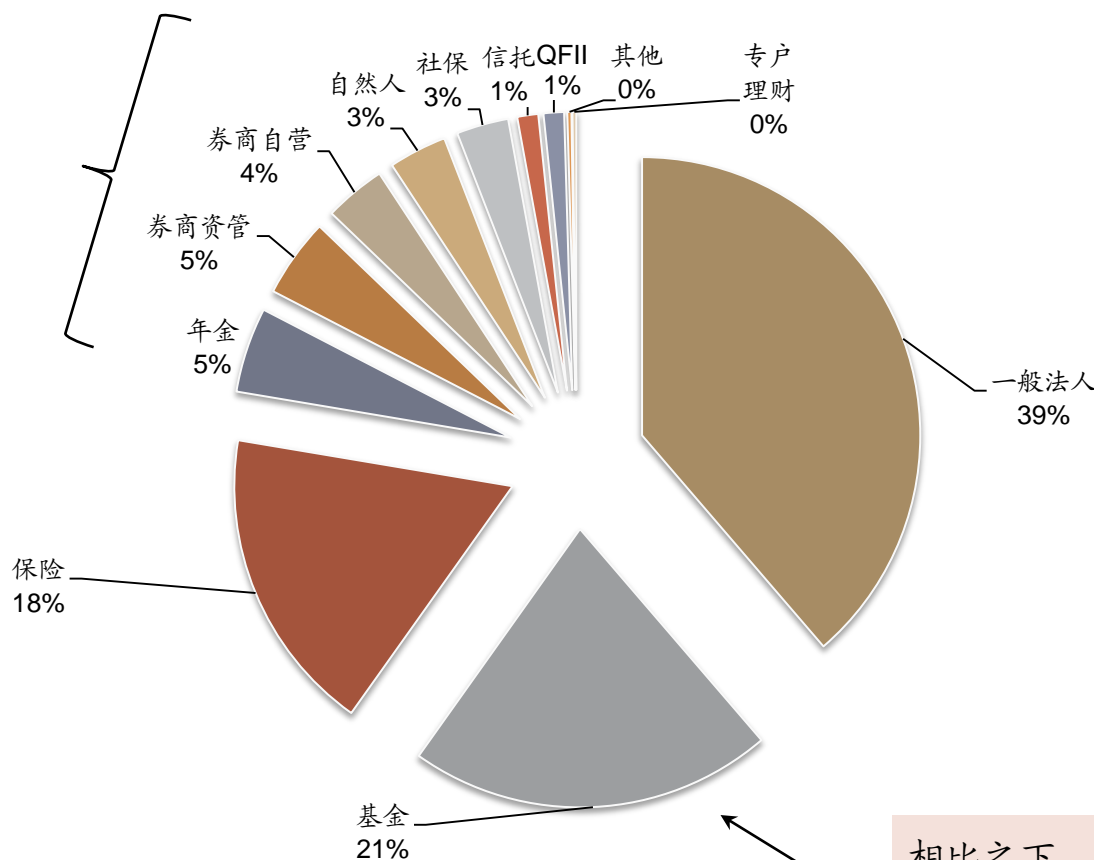


资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债供求：需求群体分布（上交所8月数据）

委外等在近年来成长很快，不过目前在转债市场中仍是小众

保险是历史上仅次于基金的机构投资者，目前占比也接近2成。但目前，保险基本都栖身在银行转债上，尚未大举介入其他转债。



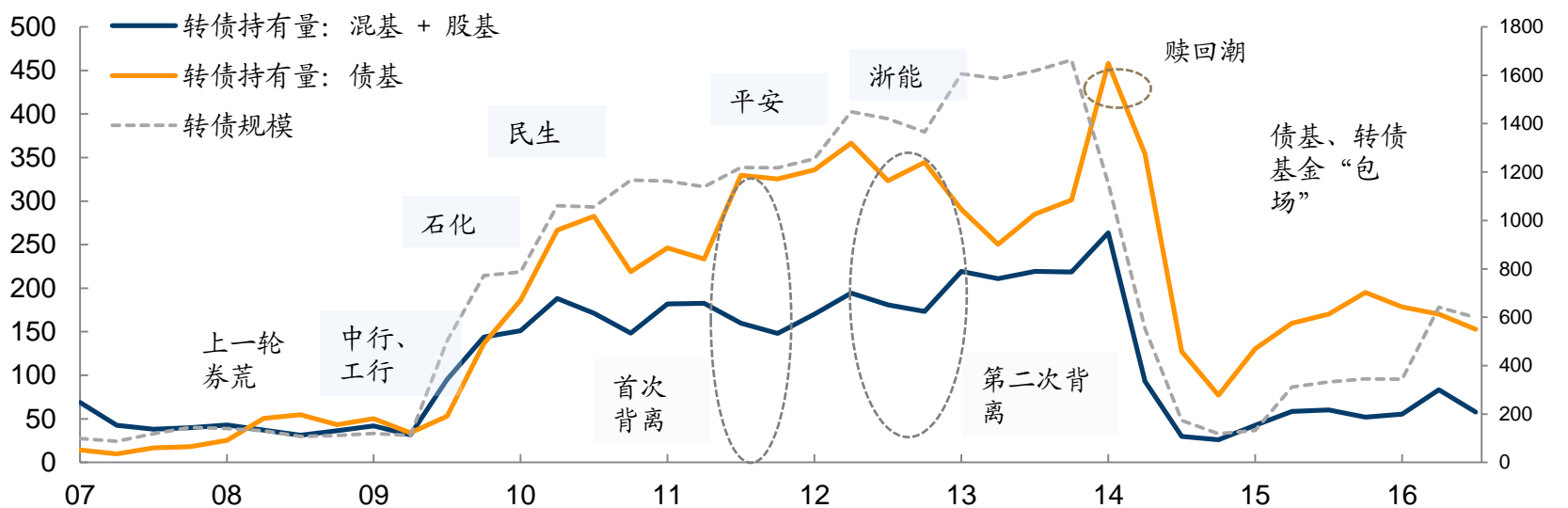
其中多数是上市公司的大股东，通过优先配售得到的筹码

相比之下，基金是最“坚定”的需求群体。尤其债基以转债作为参与权益市场的渠道。因此

转债市场需求潜力非常大。
缺的是优质品种，而不是需求！

资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债供求：基金的去与留



资料来源：万得资讯,中金公司研究

以07年末开始的数据来看，可以大致分为以下几个阶段：

- 1、07~09年：**市场经历在经历上一轮牛市带来的“券荒”，转债市场规模一度降到百亿之下。此时最主要的转债投资者还是混基（当然其中还包括兴全可转债）。而随着股市走弱，混基规模萎缩并逐步离开转债市场，债基在09年一季度首次超越混基成为市场上最主要的投资者；
- 2、10~14年：**转债从10年2季度中行转债开始，进入大盘转债时代，随后工行、石化、平安、民生等相继登场，转债市场规模也在14年下半年达到了历史顶峰。
- 3、15年至今：**随着15年权益大牛市，转债陆续赎回、一级市场一度停滞，新一轮“券荒”出现，直到近期才逐步缓解。我们看到混基基本上在15年初就完全淡出转债市场，而债基（含转债基金）逐步独揽市场筹码。值得注意的是，以债基持有量和转债规模数据来看，债基持有量的顶点在15年一季度，而转债规模的顶点是14年年末。造成这一滞后的原因在于，15年一季度时股票市场仍处于大牛市，转债虽然估值高企，但对于债基而言依然是必须争抢的筹码。同时，转债基金在当时正处于黄金时期，是转债的“刚需”群体。相比之下，混基如此做的必要性不强，更快地离开了转债市场。

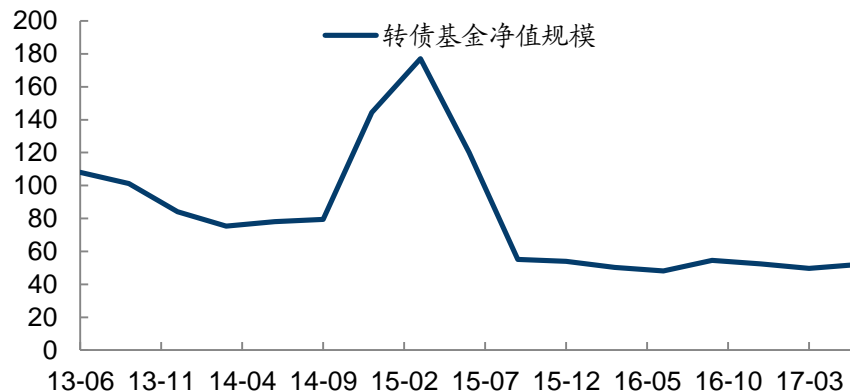
总结起来，历史上债基、混基都曾是转债市场重要的投资者，二者的转债持仓量又各自受到自身规模的影响而被动变化。从偏好上，债基买转债本就意在其“弹性”，对性价比反而没有混基敏感。一定程度上，这是构成转债在某些时段出现股、债、估值“三杀”的原因。而混基选择余地更大，因而更在意性价比，从这个角度讲，当混基逐步回归转债市场，也意味着转债的投资特性得到了恢复。



转债供求：转债基金是“刚需”资金，但重要性大不如前

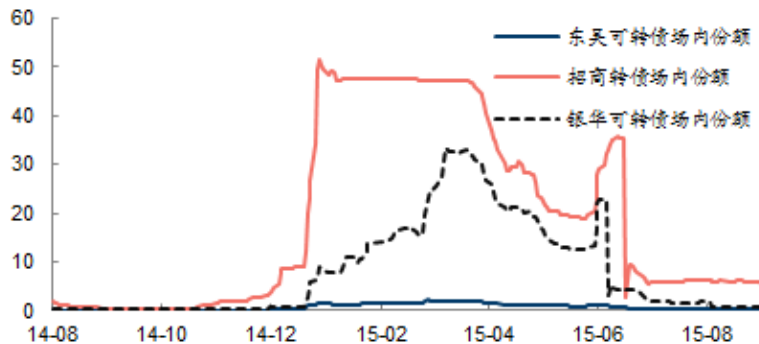
转债基金概况

转债基金是在基金合同中载明转债投资不得低于一定比例的公募基金。目前，主流的转债基金合同中，投资固收类产品的比例不低于净值的80%，而转债则不低于固收的80%，即转债仓位不低于64%。随着转债基金的快速发展，同时转债市场萎缩，转债基金已是市场的“主流玩家”。随着存量转债基金规模的萎缩，转债基金占比也逐步走低。但在未来，鉴于转债独特的吸引力，仍有可能出现新的转债基金。

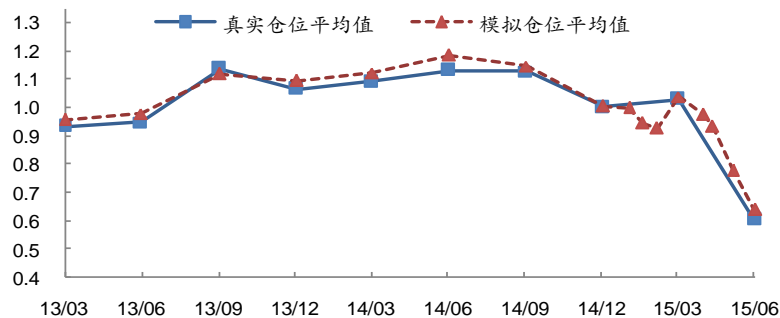


如何观察转债基金的边际变化？

规模上看，普通转债基金可观测的数据为季度数据，时效性差，同时这些基金本身边际变化也较慢。好在市场上存在三只转债分级基金，其场内份额每日更新，可作为转债基金规模的观察窗口。



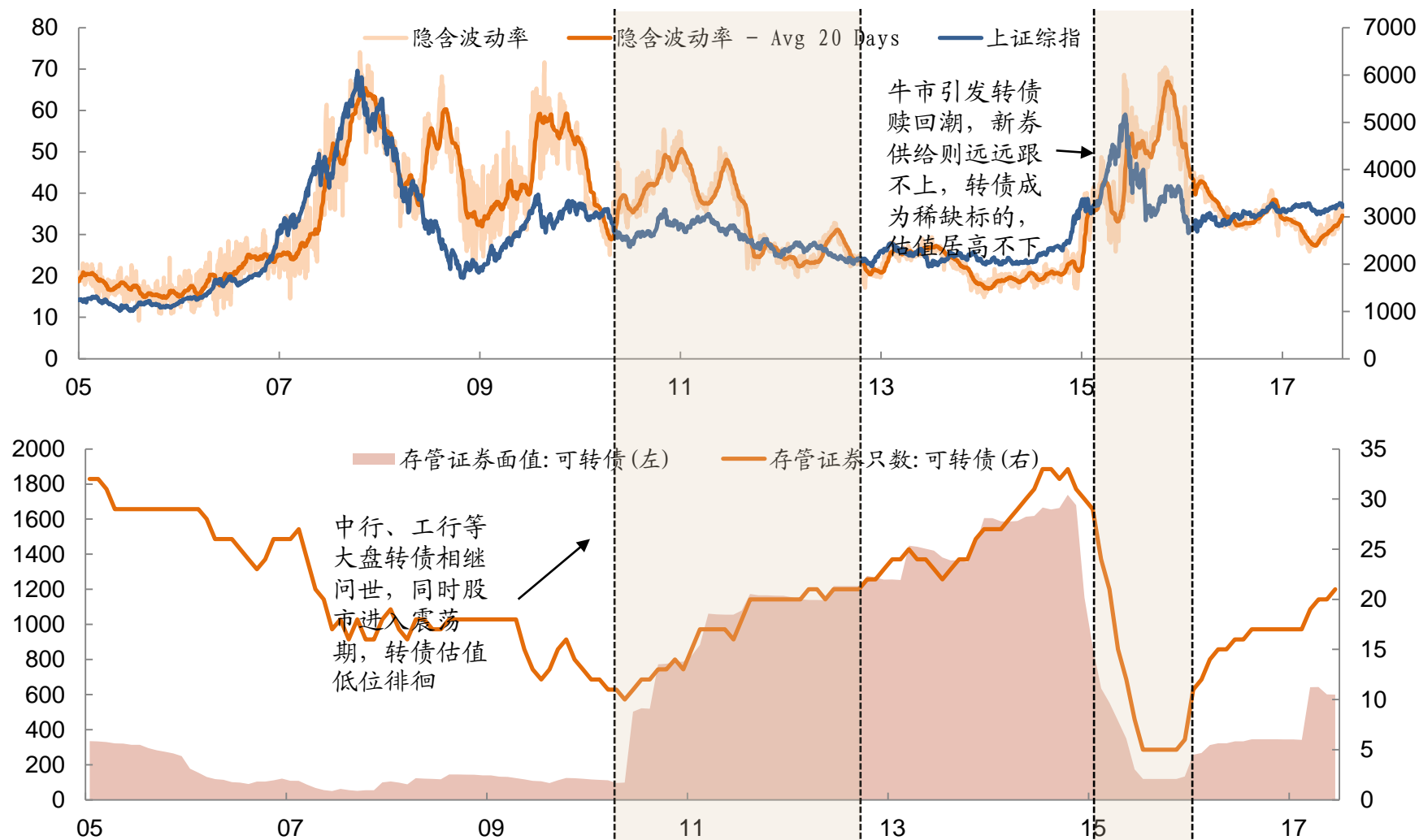
除规模外，转债基金的平均仓位水平也有相当的参考价值。我们在专题《转债基金仓位测算揭秘》中介绍了我们测算转债基金仓位的方法，供投资者参考。



资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债供求：供给对估值的影响

转债存量与转债指数、转债隐含波动率



资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债供求：转债供给的预测

如何对转债供给规模进行预测？

- 简单而言，供给主要由新发行+赎回情况来决定。相对于比较难以捉摸的转债需求而言，供给的节奏则相对清晰。同时，转债供给一般而言属于“慢变量”。对于新转债的发行情况，我们可以密切跟踪上市公司转债拟发行预案的进度。赎回进度更容易预测，我们可以跟踪赎回条款的触发进度以及赎回条款触发后公司预留的时间来估计赎回对转债供给规模的影响。
- 值得注意的是，牛市中大批量的赎回，曾经导致转债供给从“慢变量”变成“快变量”。

示例：拟发行跟踪表

公司代码	公司名称	过会时间	方案进度	主承销商	发行规模(亿元)	行业
传统转债						
002412.SZ	宁波银行	2016/5/23	已过会	中信证券	100	银行
600415.SH	小商品城		已反馈	中金公司	11	零售业
601211.SH	国泰君安		已反馈	安信证券	80	证券
601311.SH	骆驼股份		已反馈	太平洋证券	7.17	机械
000700.SZ	塑模科技		已反馈	中信建投	9	汽车(零部件)
600172.SH	黄河旋风		已反馈	新时代证券	11.3	非金属
601968.SH	永东股份		已受理	中德证券	3.4	化工
601099.SH	太平洋		已受理	中银国际	37	证券
601968.SH	宝钢包装		股东大会通过		8.4	包装
002597.SZ	金禾实业		股东大会通过		6	化工
601818.SH	光大银行		股东大会通过		300	银行
600705.SH	中航资本		股东大会通过		48	租赁
002279.SZ	久其软件		股东大会通过		11.3	软件
601998.SH	中信银行		董事会预案		400	银行
合计					1038.57	
可交换债						
601766.SH	中国中车	2016/4/12	已核准	中金公司	70	装备
600350.SH	山东高速	2016/5/6	已核准	中金公司	25	交运
601928.SH	凤凰传媒		尚待核准		50	传媒
合计					145	

示例：赎回跟踪表

证券名称	触发条件	状态/赎回登记日	未转股余额	近5日正股成交均值	抛压比	总股本稀释	流通A股稀释
长青转债	30日中15日	最快还有2个交易日触发，最快还有7个交易日退出倒计时	5.75	0.49	11.69	11.91	21.59
同仁转债	30日中20日	2015/3/3	8.34	2.23	3.75	4.41	4.41
东方转债	30日中15日	2015/2/16	11.28	9.33	1.21	5.11	5.98
国电转债	30日中15日	2015/2/26	7.25	9.55	0.76	4.22	4.65
中行转债	30日中15日	2015/3/6	72.60	30.63	2.37	1.37	1.91
南山转债	30日中20日	2015/3/10	30.68	3.89	7.88	23.24	23.24

资料来源：万得资讯，中金公司研究

第四章

A股转债的条款博弈

条款博弈：众生相



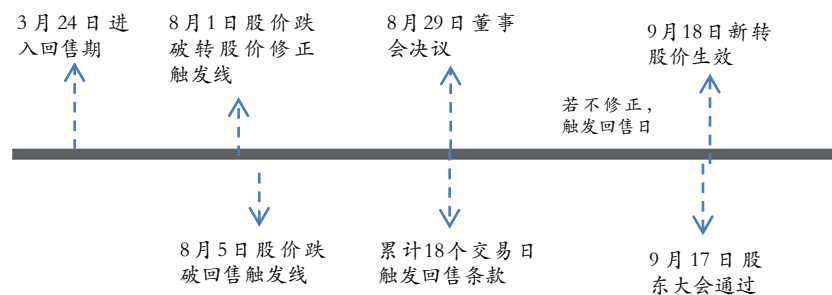
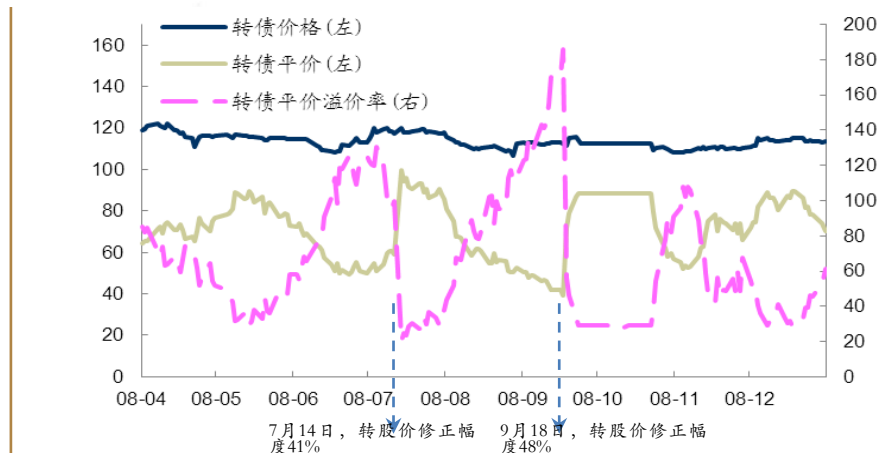
条款博弈：一般模式

一般模式

- 转股价修正的一般模式是：股价低于或临近回售触发线，发行人开始担心回售压力并考虑应对方案。期间还要考虑到股东大会召开还需要一些时间（提前15个自然日公告）。同时为避免触发回售条款后博弈中处于被动地位和备款压力等。发行人至少要在触发回售前十几个交易日提前公布董事会决议并提请股东大会表决。而新的转股价生效日一般在回售触发日之前，以实现成功化解回售压力的目的。
- 典型的案例是恒源转债，该转债堪称“业界良心”。该转债在08-09年连续三次修正转股价，从50.88元一直下修到12.88元，幅度至今仍是转债市场之最。而首钢、山鹰和华电（强制修正）转债都曾有多达4次转股价修正的经历。



恒源转债的下修历程



资料来源：万得资讯, 中金公司研究

条款博弈：异常情景

异常情况

未到回售期便下修

- 包括南山、中行、石化、重工等。其中，南山和重工转债背后的原因都在于早日促进转债转股。而非银行大盘和中行转债情况更为复杂，投资者的游说起到了很大的作用。

修正不到位、回售日“后置”

- 蓝标、中鼎等诸多转债在修正时都较基准“前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日的均价高者”有所上浮。
- 所谓回售日“后置”是指转股价修正股东大会和生效日在回售日之后。这种设置导致投资者非常被动，如果放弃了回售机会，而公司随后否决了转股价修正机会或者修正幅度远不及预期，投资者也只能接受。而且，回售条款规定一个计息年度之内投资者只能行使一次回售权力。当然，下一个回售期到来之后，新的博弈又将开始。此外，投资者需要仔细辨别发行人将回售日“后置”的意图，多数并无“恶意”，比如决策流程较慢等，个别是博弈的策略。

接受回售

- 如澄星、燕京、唐钢等。特别值得提及的是燕京转债。燕京转债在面临回售压力时一度态度强硬，导致转债遭遇较大比率的回售。不过，公司随后“意外”启动了转股价修正程序，公司还成功说服除持有转债的几大股东的支持，使得修正得以通过。由于大股东在回售之后成为主要的转债持有者，大股东显然成为转股价修正的最大赢家，实现了低价增持股票的目的。对普通的投资者，难于获得足够筹码，在消息面上更是处于劣势，被发行人玩弄于股掌之间，是条款博弈历史上的“奇葩”。

条款博弈：蓝标下修记及启示

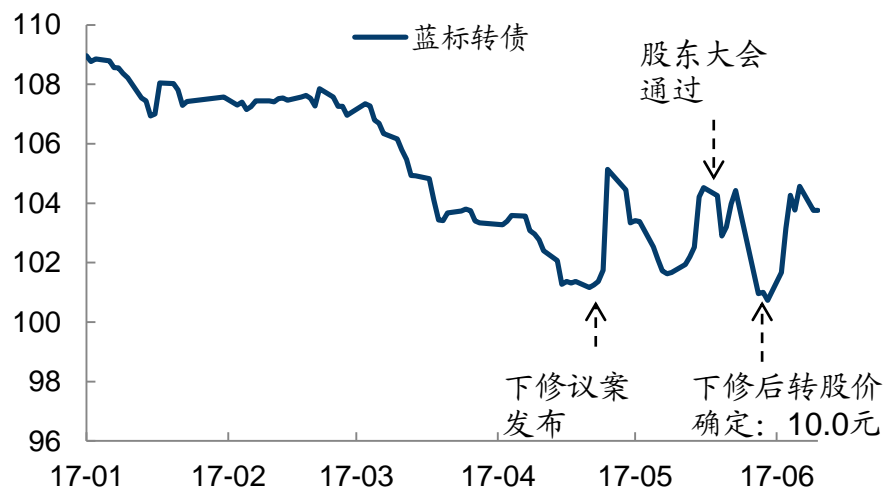
- 蓝标转债在二季度宣布下修，平价从此前不足60元修复至77元左右，不过该转债价格却一波三折，这一过程值得回顾。事后来，转债价格反映了不同群体之间预期的博弈和预期差。但无论如何，转债最主要的驱动力还是正股。此前下修的案例也是一样，在市场趋势好或正股走强时，发行人“好风凭借力”，下修后完成促转股。而若正股无力，即便下修能到位，参与价值同样一般。甚至可以说，下修预期最强烈时，反而是短期最佳卖点。

4月28日

5月18日

5月27日

- 公司董事会宣布下修议案
- 投资者担忧：1、能否通过股东大会；2、下修幅度
- 市场表现：转债开盘大涨，随后回落至原位，时候来看当日是原持有者卖出的最佳时机
- 公司股东大会通过下修议案
- 投资者仍对下修幅度不乐观，甚至预计不会低于此前的定增价，但散户更多期待“一修到位”。
- 我们预计下修到10元，但正股走势不强，转债宁可多观望
- 公司决定下修后转股价为10元
- 下修幅度与我们预期一致，不及散户预期，高于机构投资者预期。
- 蓝标转债当日大跌，随后有所反弹。



5月21日周报：结合公司的处境、近期股价走势及此前的经验，我们预计下修到10元附近的可能性较大。此时，蓝标转债的平价水平将回到76元左右，股性得到了明显的恢复。不过，从蓝标转债的价格来看，已经达到了104.8元（而平价也在75-80元之间的转债，也仅在104元附近），可能已经略有透支。同时，蓝标股价前期大幅走弱，上周反弹也并没强过创业板指，预计套牢盘不少，后续很难一帆风顺。往后看，公司在无回售压力的状态下启动下修，显示较强的促转股意愿，是该转债最明显的亮点。投资者对该转债仍应提高关注度，但鉴于正股尚有压力，公司也善于与资本市场博弈，待转债估值调整到位、正股逐渐活跃时，再考虑入场也不迟。

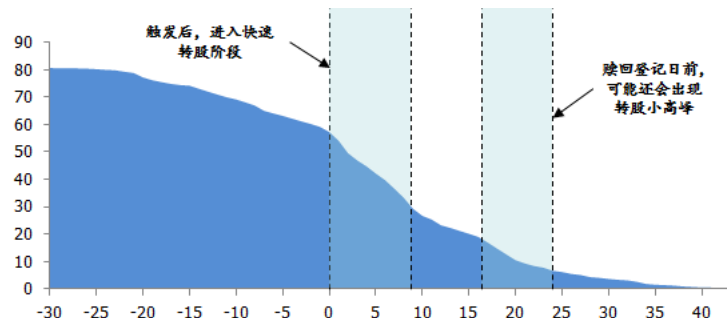
资料来源：WIND，中金公司研究

条款博弈：赎回触发后，何去何从？

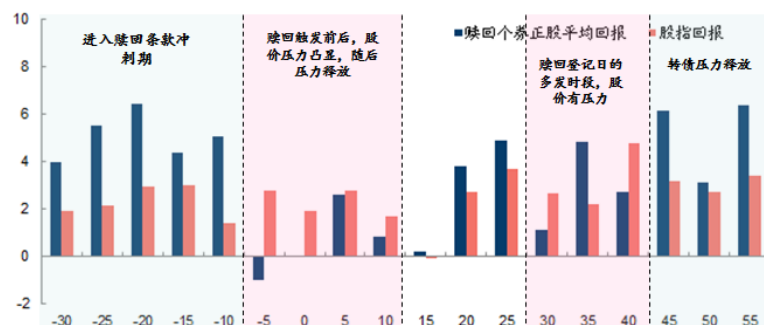
面对赎回条款，投资者如何操作？

- 整体看，赎回条款的存在本质上就是为了促进（逼迫）投资者转股。毕竟，此时的平价水平一般远远超过赎回价，及时卖出或转股是最优选择。相应地，赎回条款限制了转债的上涨空间和生存周期。多数情况下，触发赎回条款对转债、正股而言都是负面消息。因为转债的时间和期权价值消失，溢价率很快会归零。而正股方面，会面临转债集中转股的压力，且转股目标实现后，发行人的促转股诉求也可能有所降低。显然，投资者兑现时机需要结合正股走势、转债转股压力、赎回前发行人主动促转股力度而定。稀释率越高、此前促转股力度越大，一般触发赎回后的股价和转债表现越差。
- 经验数据来看，就操作节奏而言，临近转债触发赎回的5个交易日左右开始，正股压力较大，压力持续至赎回触发的5-10个交易日之后开始逐步缓解。溢价率也从赎回前5个交易日开始快速归零，因而临近触发赎回时是转债压力最大的时点。但对于正股处于强势期的转债，如歌华等，转债抛压仍不足以逆转走势，因而正股走势仍是核心。而当转股抛压缓解后，股价制约因素减小，正股往往继续强势表现，这类转债有转股后持股价值。临近赎回登记日时，转债又将迎来转股小高峰，此时正股压力一般，转债常出现2%左右的负溢价（可视为对T+1转股的风险补偿）。对正股有信心的投资者反而可以关注期间获得正股筹码的机会。

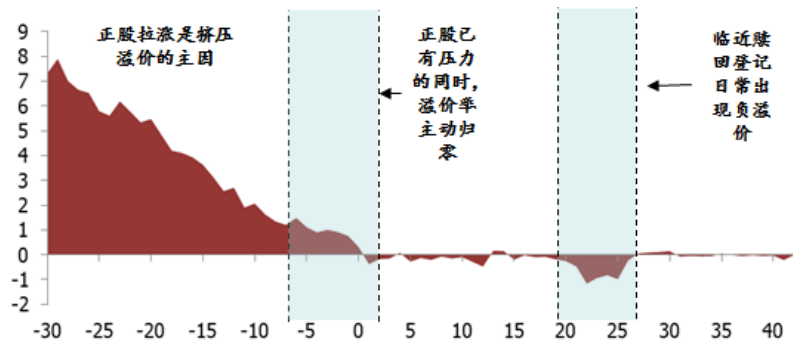
转股节奏



正股走势



溢价率走势

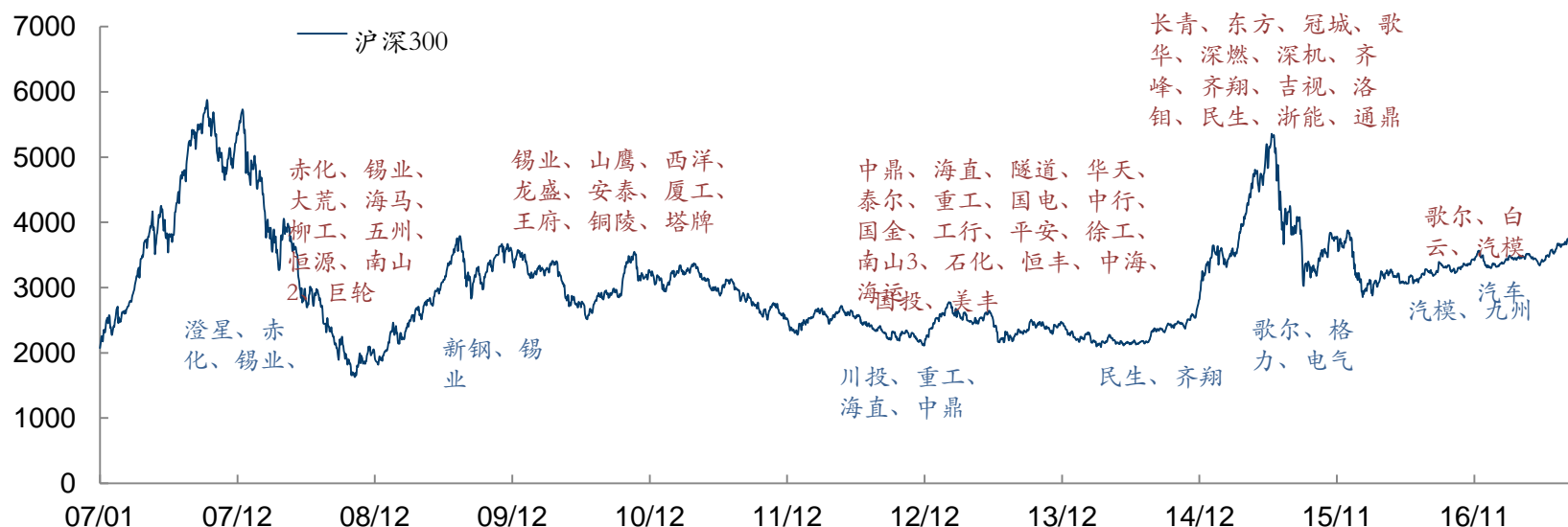


资料来源：万得资讯，中金公司研究

条款博弈：转债转股“闯关”回忆录

转债转股“闯关”回忆录

- 触发赎回条款，对发行人而言意味着“大功告成”。一个直观的印象是，转债在平价接近130元时（例如125元左右），发行人促转股意愿会被激发，并推动转债转股。我们对此，进行了数据上的验证。
- 那么，是成功的更多还是失败的更多？纯从比例上讲，还是成功的案例更多。在我们观察的78个样本中，54个顺利触发了赎回，“闯关成功率”高达69%。但这样的结论似乎意义不大，毕竟投资者未来面对的市场情况、个券质地千差万别，69%的历史胜率也不意味着所有机会都值得搏一搏。
- 牛市转股自然不足虑，不过往往此时投资者的忧虑其实不全在能否触发赎回，而是是否能够“拿住”券，例如15年时没有赎回条款的新华EB以及没有进入转股期的若干次新券才是最受青睐的品种。
- 震荡市中，资金本就不多，对发行人来说是“逆风局”，因此：1、明确、积极的促转股意愿是前提；2、明显的阻力位会使得转股难上加难；3、市值小、弹性高，是加分项；4、有基本面支撑、股价中期趋势明显的转债，转股博弈本身已经不重要；5、稀释率对于能否转股，解释力度不强；6、最后，即便对于成功转股的案例来说，由于在震荡市中，市场总体热情不高，最终转债能够达到的高度也普遍不高。



资料来源：万得资讯,中金公司研究

第五章

从简要指标计算到个券选择

转债常见指标及计算演示

示例——电气转债2015年9月22日数据

- 转债价格：135.01元
- 转股价：10.66元
- 正股收盘价：11.99元
- 票息：6年票息分别为0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.5%、1.6%，到期按面值的106.6%（含当期应计利息）的价格赎回
- 剩余期限：5.36年

其他常用指标：

1、回收期：溢价多久能通过票息收回？

$$\text{回收期} = \frac{\text{平价溢价（绝对值）}}{\text{票息} - \text{转债价格} * \text{正股股息率}}$$

A股转债分红时调整转股价，回收期的分子项

$$\text{可以简化为：回收期} = \frac{\text{平价溢价（绝对值）}}{\text{票息}}$$

不过，需要指出的是，A股转债市场中票息递增且较低，回收期概念的实用性较差；

2、久期：该指标衡量转债价格对正股价格的敏感度。一般可以通过定价模型或经验数据求得；

3、到期收益率计算方法与纯债相同。

平价

平价即“转股价值”，是转债转为股票后的价值。

$$\text{平价} = \frac{\text{当前股价}}{\text{转股价}} \times 100$$

$$= 100 * 11.99 / 10.66 = 111.6$$

平价溢价率

平价溢价率是转债价格高于平价的幅度。

$$\text{平价溢价率} = \frac{\text{转债价格}}{\text{平价}} - 1$$

$$= 135.01 / 111.6 - 1 = 20.01\%$$

底价

底价即“纯债价值”，是仅考虑转债的纯债券属性的价值。（收益率使用相似期限、评级的纯债的收益率）。

$$\text{底价} = \sum_t^{\text{期限}} \frac{\text{第}t\text{期票息或本金}}{(1 + \text{收益率})^t}$$

$$= 95.05 \text{元}$$

纯债溢价率

底价溢价率是转债价格高于底价的比率。

$$\text{纯债溢价率} = \frac{\text{转债价格}}{\text{底价}} - 1$$

$$= \frac{135.01}{95.05} - 1 = 42.04\%$$

到期收益率

与普通债券的到期收益率定义相似。到期收益率是使各期票息和本金贴现值恰好等于转债价格的贴现率。常见使用Newton-Raphson法求解。

不过转债价格较高时，到期收益率为负是常态。9月22日，电气转债的YTM为-3.59%。

隐含波动率

隐含波动率也是观测转债估值情况的一个窗口。与期权的隐含波动率计算方法相似，使用既定的模型并反复代入不同的波动率参数，直到模型理论价格与交易价格相等时，该波动率即为转债的隐含波动率。转债相关定价模型我们将在第二部分探讨。

转债的债/股性分析

为什么要做债股性分析？

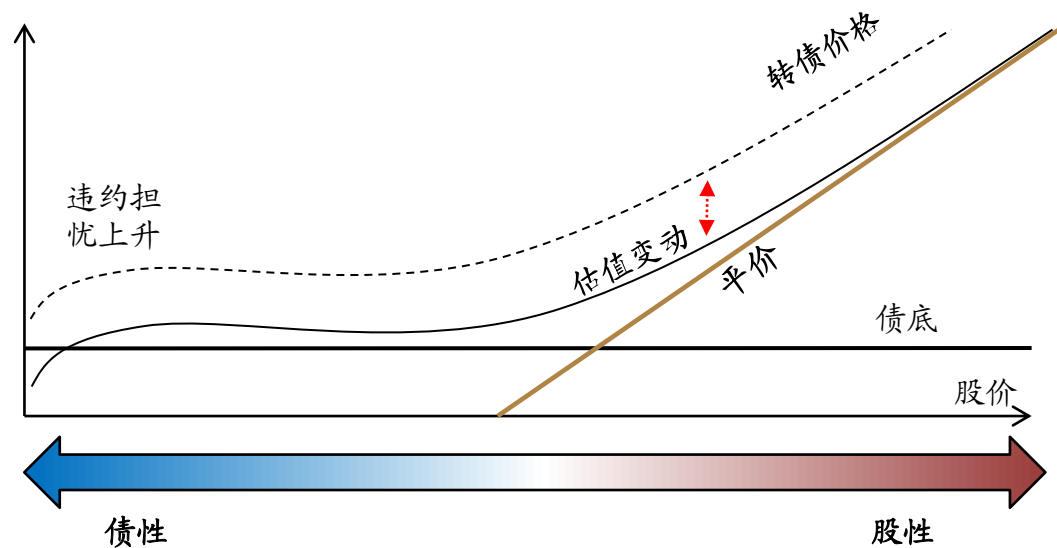
- 更清晰明了的刻画转债的特征
- 可转债精确定价较难，相对价值比较比绝对价值衡量更有意义
- 不同投资者对转债特性偏好不同
- 我国转债投资者结构为单边（outright）型为主，决定了债、股性指标更为实用
- 一般而言，股性和债性无法兼得。看似股、债兼得的品种需要担心存在估值陷阱（如存在基本面或条款方面的缺陷）
- 实践当中，平价、平价溢价率和delta是常见的股性指标；而到期收益率、底价溢价率甚至绝对价位就是常用的债性指标

债性指标

- 底价
- 底价溢价率
- 到期收益率
- 税后到期收益率
- 绝对价位

股性指标

- 平价
- 平价溢价率
- 平价敏感度(Delta)
- 正股市盈率、市净率

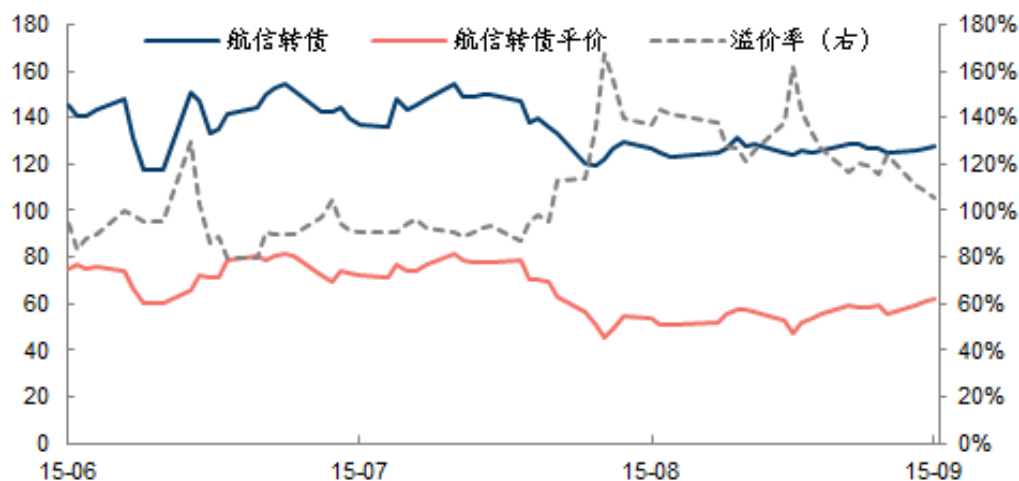
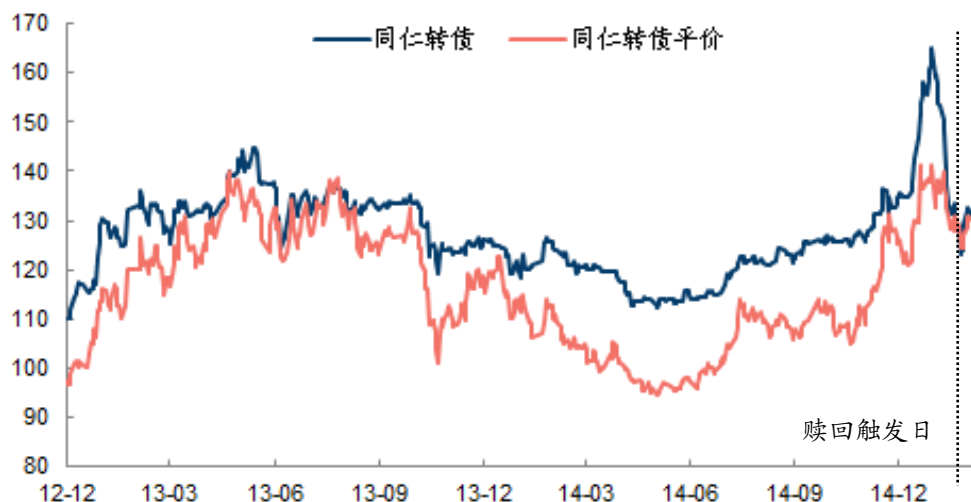


资料来源：万得资讯, 中金公司研究

选正股还是选转债?

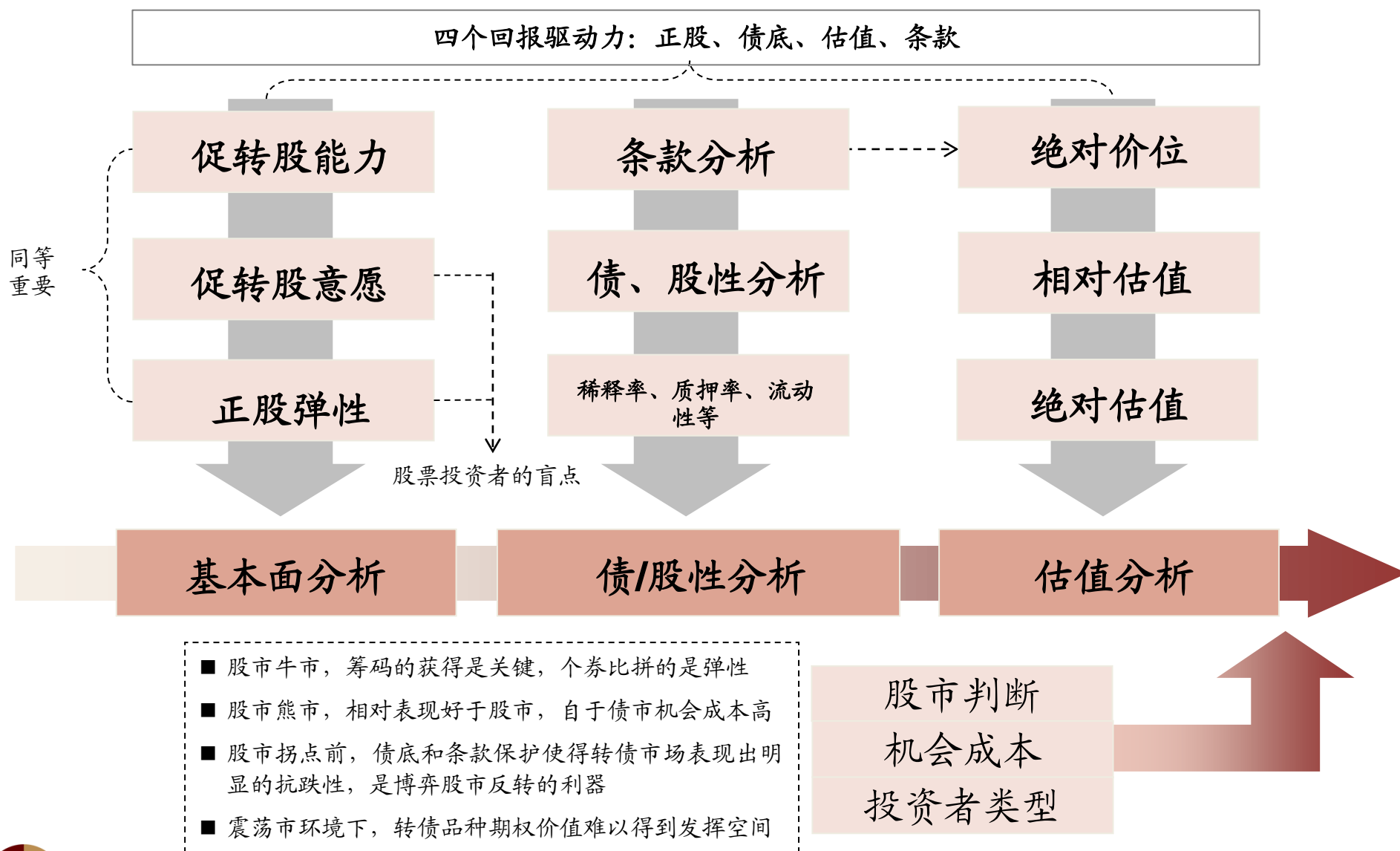
选正股还是选转债?

- 决定转债和正股相对价值的核心是转债估值。转债估值越低，一般而言转债相对正股的“中长期”吸引力越强；
- 供求等转债估值影响因素有时候影响短期性价比。比如，供给比较大的时候，即便转债估值低，替代正股也未必合适，因为估值有可能更低，或者说转债相对正股多了一个风险点；
- 不过，需要注意转债的条款约束。此外，转债具有质押回购融资功能，可以杠杆操作。转债还能T+0交易、无涨跌幅限制等；
- 转债和正股之间的选择还要看投资者本身风险承受力，及对正股行情的确信程度；
- 最后，不少投资者比如一级债基等只能选择转债。



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究

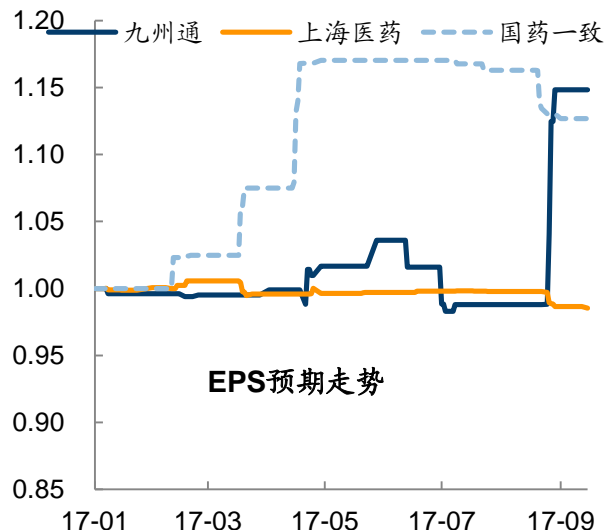
个券选择的基本框架



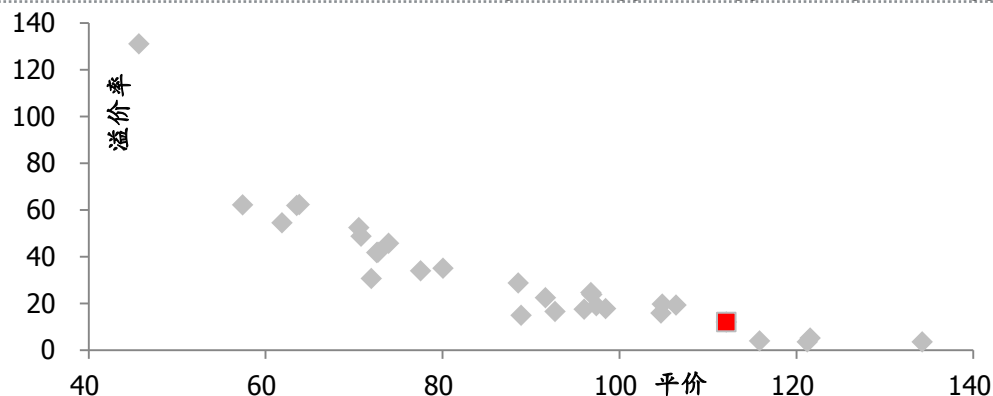
个券分析案例：九州转债

正股分析

- **业绩上看：**作为医药流通十强中唯一民企，九州拥有效率优势，是医药体系改革真正的受益者。从EPS预期上看，同领域的“大白马”上半年虽受到追捧，但最后都让预期落空，而九州反而超出预期。
- **正股估值和弹性：**正股估值水平在今年得到小幅，随着半年报业绩略超预期，其P/E TTM已经降至26x，相对合理。市值已经超过300亿元，股价弹性一般。



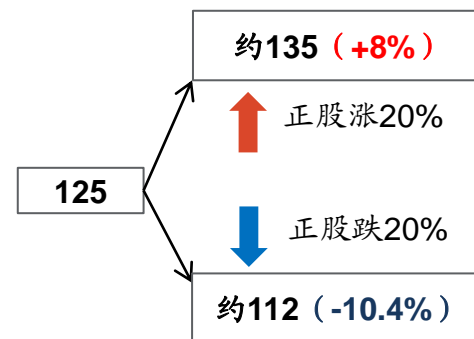
估值分析



条款和流动性

- **条款方面：**转债已经进入转股期，下修等关注价值不高，但作为传统转债，随着平价提升，有望看到“博赎回”。
- **债股性及性价比分析：**平价112元的水平，股性相对明显，不过由于价位已经达到125元，股价上涨时溢价率可能被挤压。比较之下，上涨空间略逊于下跌空间。
- **流动性：**作为上市已久的老券，九州的流动性中等偏弱。

短期情景模拟分析



结论

- 正股基本面优秀，虽然投资者在年初更愿意抱团“大白马”，但从中报的“答卷”来看，却只有九州没有令投资者失望。
- 股价走势处于向上趋势，技术面看上行阻力不大。正股估值已经被很大程度上消化，如今只在26x。不过超过300亿元的市值，使得股价向上弹性比较一般。
- 转债估值相对尚可，但绝对价位不低，透支了一些上行的空间。
- 总体上，基于正股的情况，我们对九州相对看好，但毕竟转债价位已高、流动性一般，决定了该转债很难重仓操作。

资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债的主流运行区间、买点和卖点

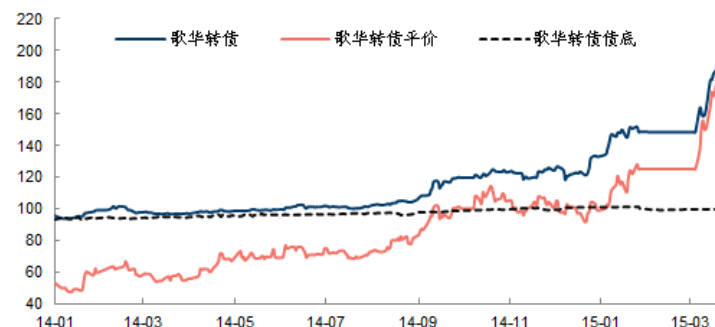
主流运行区间

- 一般而言，转债价格运行区间会在较窄的范围内波动，下限由债底和条款所决定，上限受赎回条款约束。
- 但这并不绝对。未进入转股期品种及股市牛市当中，转债价格突破赎回条款约束的案例比比皆是，如通鼎。
- 在实践当中，买点要比卖点更好把握一些。
- 供求冲击、债底和条款支撑等是相对确定的变量，股市表现相对更不确定。



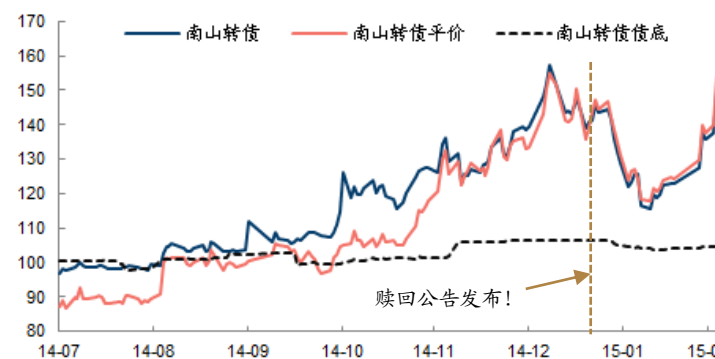
转债买点

- “胜可知，而不可为”，如果来自于纯债或条款的安全边际明确，可以逐步增持博弈不确定的股市。
- 基于对股市或正股有较为明确的判断。
- 供给或流动性冲击导致超跌机会出现。
- 上市初期是收集筹码的好时机，容易拿到量。
- 绝对估值、相对估值判断与绝对价位相结合。



转债卖点

- 不少转债流动性不佳、投资群体行为一致性较强，一般适用左侧交易，尤其是震荡市行情中。而趋势性行情下，坚持右侧交易，设好止损位。
- 临近触发赎回一般而言是最清晰的止盈卖出信号。当然还要结合股市和正股走势强弱、稀释率等指标。
- 基于对股市和正股中短期走势的判断。
- 相对价值（包括正股和其他转债）和估值判断。



资料来源：万得资讯,中金公司研究

第六章

A股转债操作策略回溯

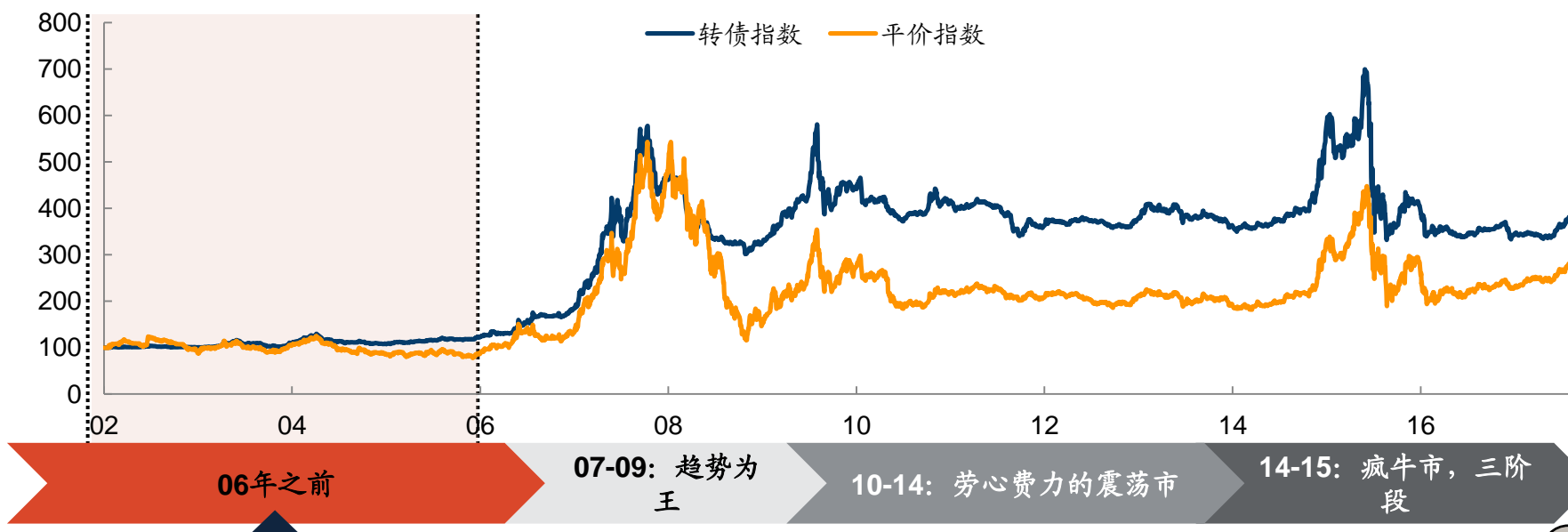


“慧博资讯”是中国证券行业投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

06年以前：真正的黄金期

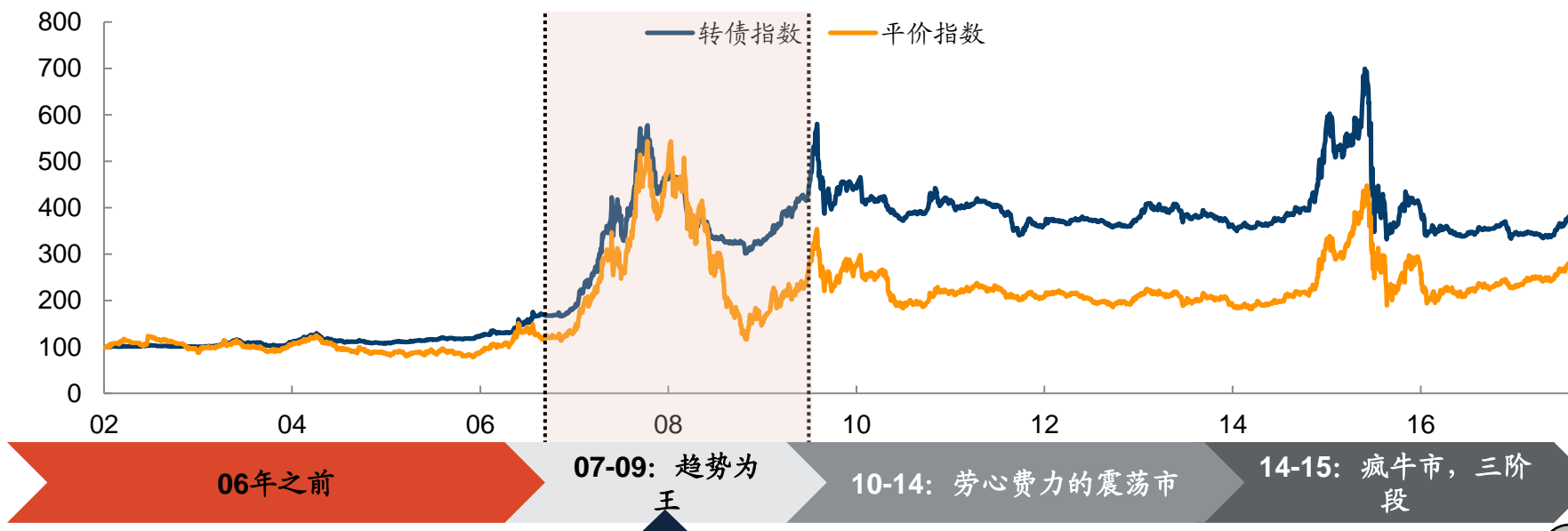
转债市场的若干阶段



- **06年以前，第一阶段：黄金期。**与常规思维不同，06年之前的转债市场才是真正的黄金时期。首先，由于融资渠道狭窄，万科、招行等诸多优质公司都曾通过转债进行融资。而由于发行人、转债估值等具有吸引力，投资群体多元化程度也很高；其次，当时转债市场条款非常丰厚，董事会就可以决定转股价修正而无需股东大会通过，甚至还有个券设置了强制转股价修正条款，而多数转债都有商业银行提供担保等等。估值极其廉价，当然其中有股市整体疲软的因素；再次，债券市场不发达，投资渠道有限，转债持有者面临的机会成本很低等等。转债的驱动力较为均衡，正股、条款博弈、债底都是回报驱动因素。估值修复曾经是个券超额回报的来源之一。而个券机会频繁出现。当时投资群体多元化程度高，尤其是债基一度重仓转债，而QFII投资者也将转债作为介入A股的第一步。保险投资者当时还未能获批进入该市场。
- **从盈利上看，当时转债市场赚的是到期收益率、条款博弈、个股机会、估值修复的钱，性价比超过股市和正股毫无悬念。该阶段投资者敢于大胆重仓。**

07-09年：趋势为王

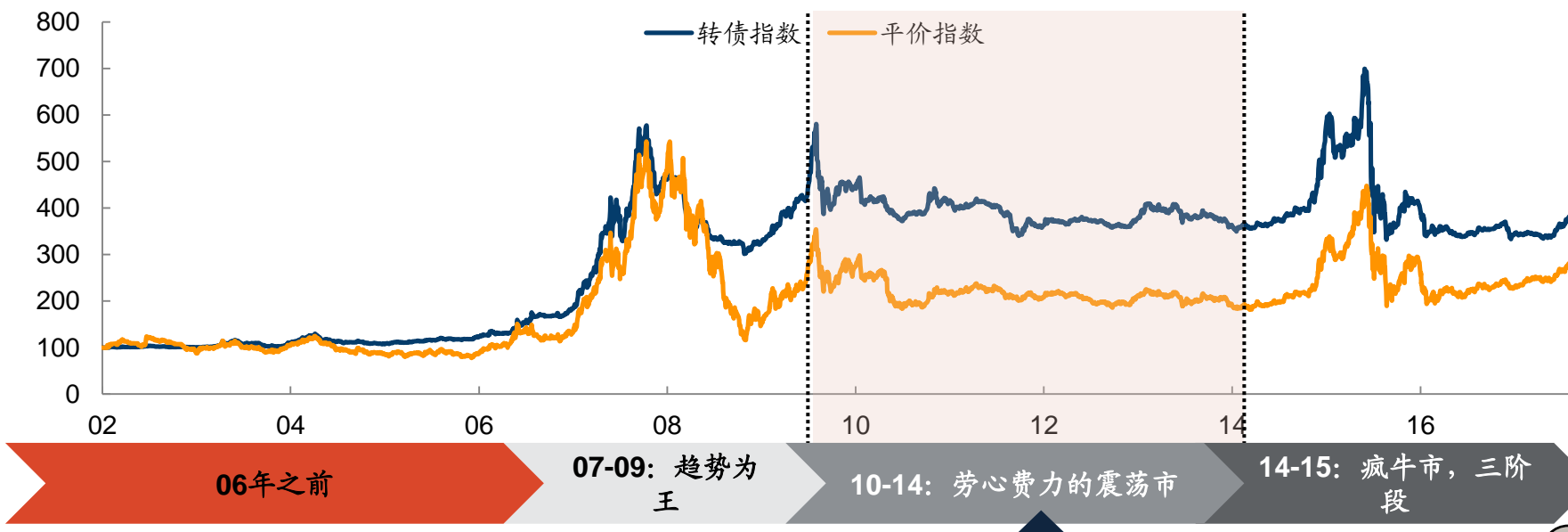
转债市场的若干阶段



- **07-09年，第二阶段：趋势为王。**股市趋势性行情中，转债期权价值得以充分体现。07年以后，股市跌宕起伏，转债品种期权特性得以充分发挥，转股速度加快，稀缺性凸显。因此，转债新券异常抢手，上市定位很高，发行人得以能够顺理成章的弱化条款保护。从06年《证券发行管理办法》之后转股价修正条款需要股东大会审批，加上市场需求强劲，条款优厚程度明显降低。回报驱动力方面，债底完全被忽视，正股成为最强有力的回报驱动因素。有趣的是，转债估值与股指呈现明显正相关走势。当然，在08年大熊市中，条款博弈（当时的转债条款较当前更好）曾使得转债品种表现出很强的抗跌性甚至正回报机会。转债投资群体开始渐渐单一，债券投资者将转债作为参与权益市场的少数通道，转债品种因而体现出很强的稀缺溢价（类似拍卖市场）。当然，这一过程中，由于股权融资通畅，转债发行减少，而个券被赎回情况越来越多，更加加剧了转债市场供求的不平衡。股市牛市时，任何调整都是买入时机，“止损不止盈”是法宝，转债筹码获得和仓位高低是关键，个券比拼的是弹性。
- 总体上，07-09年赚趋势的钱，本质上是赚股票投资者的钱，趋势交易原则“止损不止盈”。

10-14年：劳心费力的震荡市

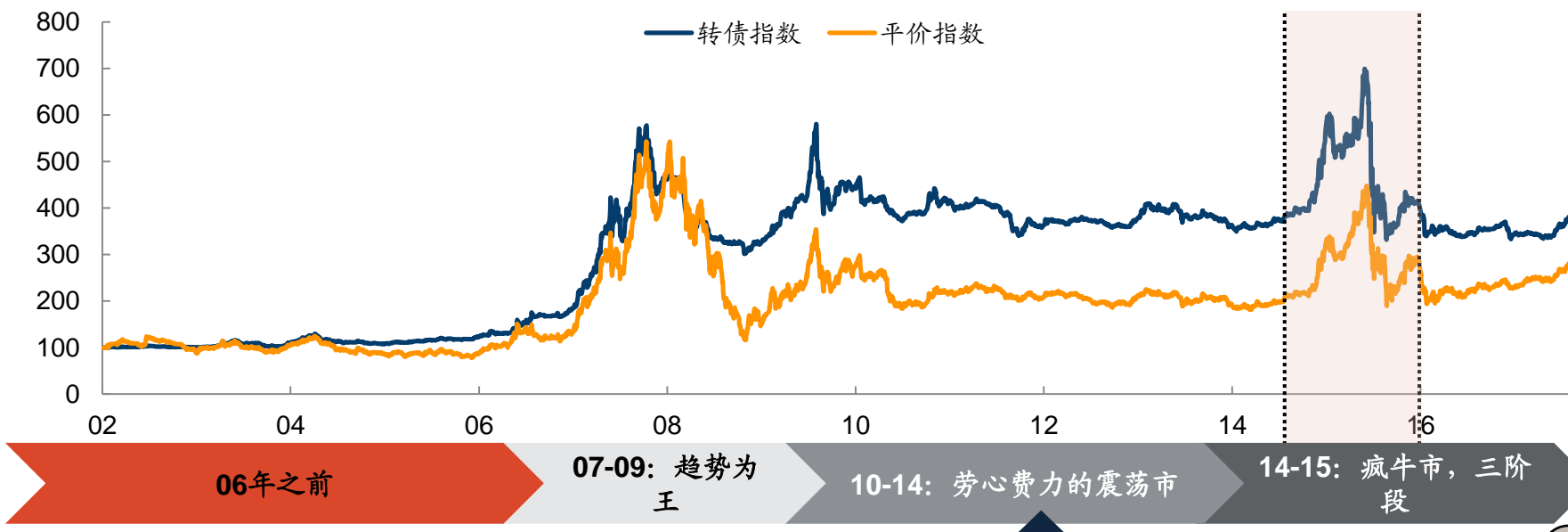
转债市场的若干阶段



- **10-14年上半年，第三阶段：劳心费力的震荡市。**10年以来，股市进入震荡市、转债筹码稀缺性降低，表现总体平淡，机会成本高，重在阶段性和个券机会的把握。几大变化：1、宏观经济回归常态，股市大涨大跌格局不再，不利于转债品种期权价值的体现；2、转债产品价值被充分挖掘，不再有明显的“捡便宜货”机会；3、转股价修正等保护性条款仍对转债价值有很强的支撑作用，但由于股市波动区间收窄、回售条款近年来有所弱化，发行人主动进行转股价修正的案例减少；4、刚性配置需求资金增多，中小盘个券筹码沉淀进而导致流动性降低；5、转债市场供求和需求双向扩容过程中，经常出现明显的时间差，从而给转债估值带来波动；6、信用债市场蓬勃发展，转债持有者的机会成本大增。回报驱动力方面，震荡市中，平价驱动不再具有趋势性和决定意义。而估值、条款甚至债底的回报贡献重要性明显提升。对于投资者而言，操作难度大，精细操作，“积小胜为大胜”。大类资产配置观和机会成本考量是投资者转债配置的重要因素。震荡市格局深入人心，股市出现明显上涨，投资者倾向于做“止盈”，导致转债估值与股指走势开始成反比。
- **盈利模式上，该阶段赚波段和个券的钱，本质上是赚别人的钱，导致市场充满了博弈。**此外，由于来自于纯债市场的机会成本很高，仓位始终需要控制。除东华、国投等少数个券之外，很少有个券适用趋势性交易策略。“悲观中买入，乐观中卖出”震荡市操作策略胜出。

14年Q2以来：来去匆匆

转债市场的若干阶段



- **14年二季度以来，从“不退则进”-“美好时光与杠杆威力”-“终点无惊喜，过程不放弃”-休养生息：**14年2季度开始，股市横盘已久、变盘在即，转债进可攻、退可守特性突出，利用转债特性博弈股市变盘是最佳选择。随后改革憧憬、居民资产再配置引发的新一波大牛市启动，随后资金蜂拥而至，股市呈“疯牛”状。此时的转债发行人本就有比较明确的促转股意愿，也自然不愿错过在牛市中完成转股的良机，于是好风凭借力，所有在转股期内的转债均成功触发了赎回条款，转债基金杠杆威力得到充分体现。与此同时，转债存量在赎回潮中急剧萎缩，而转债的投资群体则较此前大为扩大，转债标的的稀缺性愈演愈烈，估值和绝对价位也达到历史高位。高估值决定了“终点无惊喜，过程不放弃”。6月中旬过后，股市急转直下，股指从5000点狂泻至3000点。此时，转债虽然也随着平价的下跌而走低，但由于标的仍旧稀缺，而新券供给也暂时中断，转债仍然维持着较高估值。与已经比较悲观的股市相比，转债似乎仍活在牛市，投资者仍以赎回预期看待转债，几只存量券绝对价位差异很小，且几乎共同进退。
- **我们在15年初提出的“三阶段”判断得到完美验证。**此前的牛市中，投资者赚的是平价和估值（上涨预期）的钱，同时杠杆威力也得到了最充分的体现。股灾过后，转债仍受到稀缺性支撑，但性价比、择券余地等已大不如前，导致博弈股市反弹能力大为下降。

今年以来：结构行情，挖掘个券

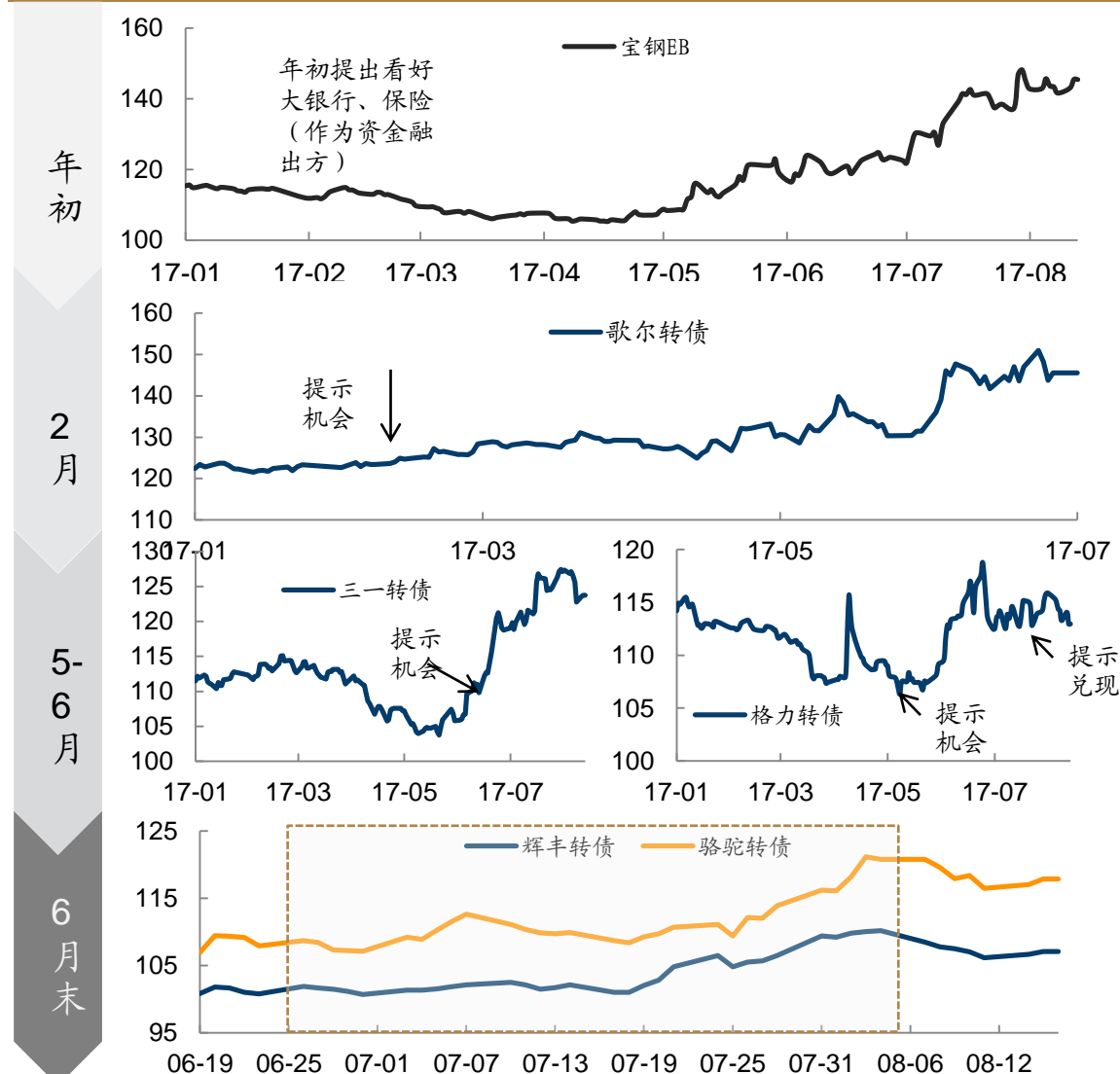
□事实上，在整个16年，由于转债市场奇高的估值，加上股市赚钱难度大，转债注定是一个“输家市场”。此时，我们基本上建议低配甚至不配。

□而到了17年，转债、股市的估值都得到了很大程度上的消化。不过，股市盈利、估值、情绪还难以形成合力，此时系统性风险降低，机会以机构性为主。事后来看，我们的判断得到印证。我们也投入更多精力挖掘个券，当然，其难度同样不低。

□侧重点上，正股仍是核心变量。基本面比以往更加重要，可以作为排除因素，高市盈率、盈利下滑甚至亏损的。而盘面上的走势可能蕴含了前瞻性的信息（一些敏感的资金从一级市场来到二级市场），可帮助判断入场、离场时机。

□事后来看，我们年初推荐的宝钢EB、2月开始推荐的歌尔、5月中推荐的格力（7月建议兑现）、6月初推荐的三一、6月末推荐的辉丰及骆驼（8月初建议兑现）都得到了市场印证。但年初错过白云，7月错过国贸，未免遗憾。

我们今年以来曾重点推荐的品种

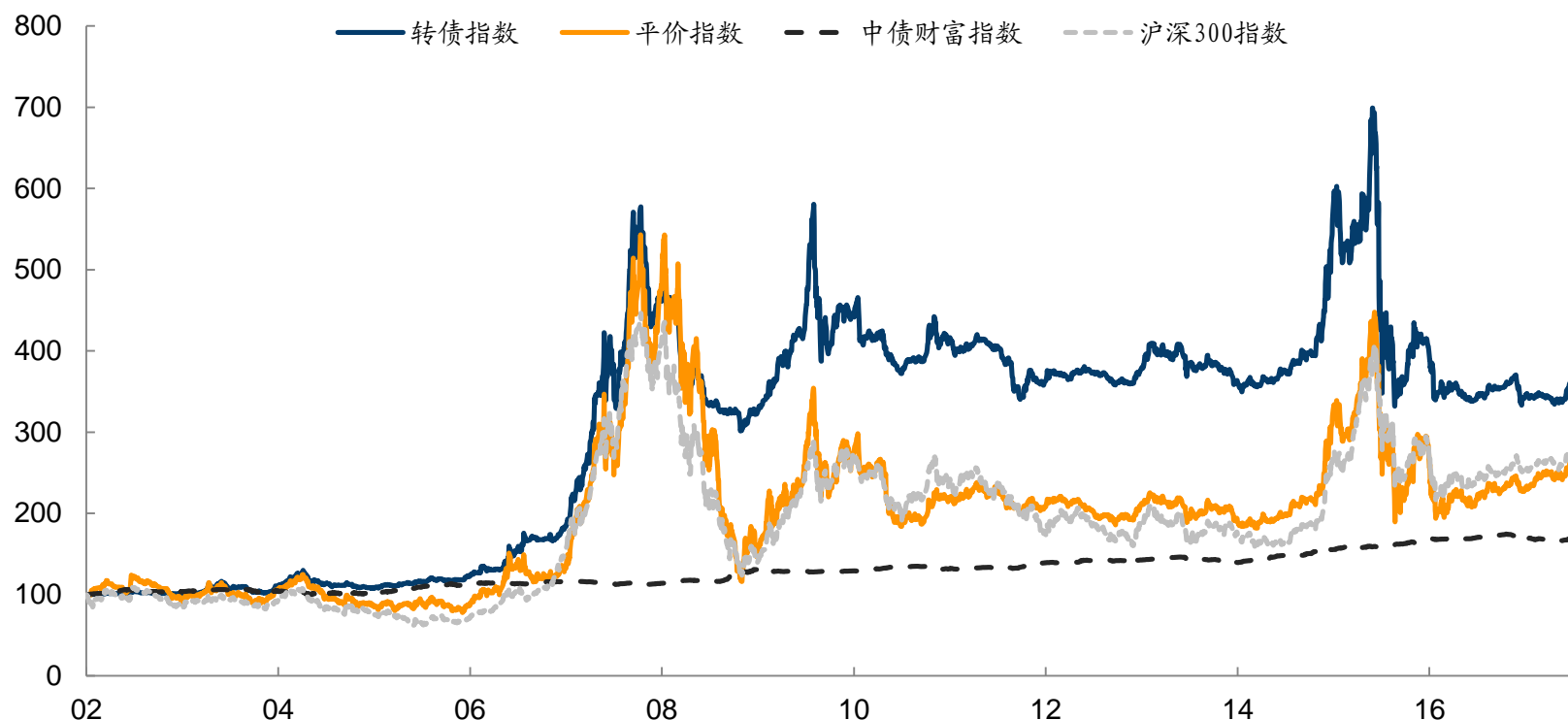


资料来源：万得资讯，中金公司研究

转债市场超额回报之谜

转债市场超额回报之谜

- 转债市场表现出很强的超额回报能力。
- 背后的根源？1、转股价修正条款大大化解了正股的系统性和个券风险，是获得超额回报的最大根源，尤其是08年最为典型；2、估值重估，尤其是06年之前转债估值被严重低估并获得重估，该因素在08年之后不再明显；3、发行人除转股的意愿，尤其是股市情绪高涨时，发行人往往好风凭借力，通过释放利好刺激股价上涨，导致转债正股资质虽然一般，但股价表现好于股指。
- 不过，在市场估值较高时，新券上市定位较高，条款普遍弱化，获得超额回报的能力大为降低。



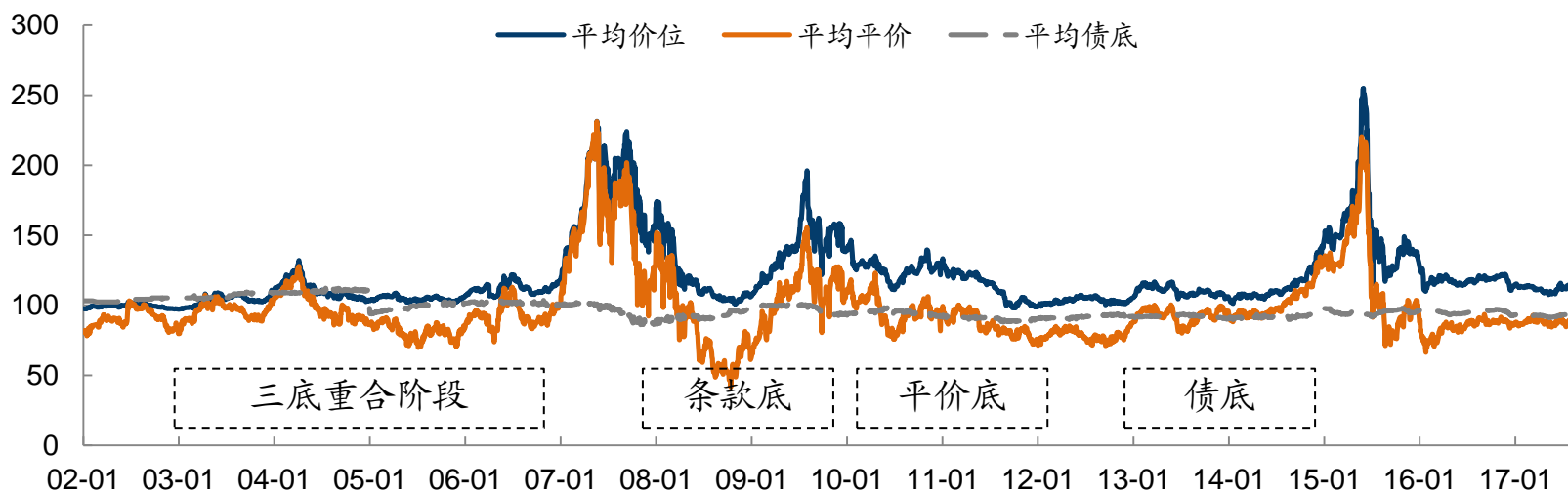
资料来源：万得资讯,中金公司研究

转债市场的“顶”和“底”

转债市场的顶与底

- 转债的三条支撑线：债底、平价和条款。05年之前是三底重合，08年是条款底，14年二季度是纯债底，其他为平价底。
- 其中，债底和条款底是“硬底”。而股市波动性大，股市带来的拐点更难于判断。历史经验上看，转债市场的拐点与股市几乎一致。但是区别在于：顶点的同步性更强、更清晰？原因在于股市高位，转债的债底等支撑弱，加上delta值高，显然敏感度也高。而底部更像是一个区域，且经常较股市更早的滞跌。绝对价位上，当前转债市场显然还无法断言已经脱离股市见底。目前的绝对价位已经大大降低，但目前的绝对价位距离债底和条款支撑仍有相当大的距离。

三条支撑线



资料来源：万得资讯,中金公司研究

大类资产视角下的转债品种

与股票相比

- 最大的不同在于转债具有防御性，其价格走势具有凸性（Gamma特性）。尤其是转股价修正和回售条款对投资者友好，导致其能不断化解股价风险，风险、收益特性较为突出。转债品种还具有T+0、可回购融资等特性。
- 在诸多环境下，A股转债都是较好选择：股市面临变盘风险但短期方向难测时，转债可以更好的对抗系统性风险；正股处于高位或风险收益特性变差，或作为变相降低仓位的手段；股市熊市中，依托条款博弈和收益率优势获得相对回报，并博弈股市拐点；转债明显低估，平价溢价率较低甚至为负时，作为股票替代品；对股市不熟悉的投资者，转债是最佳的介入点；A股转债发行人都有促进转股的积极意愿，历史表现强于正股。
- A股转债也有不足，比如发行人资质稍差，行业分布有局限性。此外，转债条款更复杂。

与纯债相比

- 转债品种具有期权价值，能从正股上涨中受益，回报的想象空间大。且与一般债券品种回报的相关性小，有利于分散风险，拓展投资边际。此外，A股转债相比公司债票息率低，具有利息税优势。需求群体更为多样，流动性较纯债有优势。
- 但A股转债相比公司债而言，不足之处在于到期收益率明显低，转债价值多靠条款支撑。熊市当中，正股下跌可能对转债价值有负面影响，潜在风险显然更大。
- 股票熊市中，不少个券回售或到期收益率已经堪比纯债，投资者还能享受到廉价期权；牛市时期，很多债券投资者将转债作为参与牛市的工具和途径，是博弈超额回报的理想工具。

大类资产中的转债

- 一般情况下，A股转债上涨空间大，债基及条款保护导致其风险可控，加上发行人普遍存在的促转意愿，具有天然的配置价值。历史经验看，转债市场为投资者赢得了明显的超额回报，表现跑赢股、债市场。
- 转债品种具有股性，且“进可攻、退可守”特征明显，是债券投资者间接参与股市、博弈超额回报的理想工具。尤其是当股市横盘震荡酝酿变盘之时，利用转债投资特性博弈股市变盘是不错选择。
- 在分享股市收益的同时，转债还拥有质押回购融资功能，从而成为收益的放大器。14年底至15年初，转债基金曾借助杠杆威力而大放异彩。
- 转债与传统产品回报相关性低，有助于明显扩大组合的有效边际。

资料来源：万得资讯,中金公司研究



CICC

中金公司

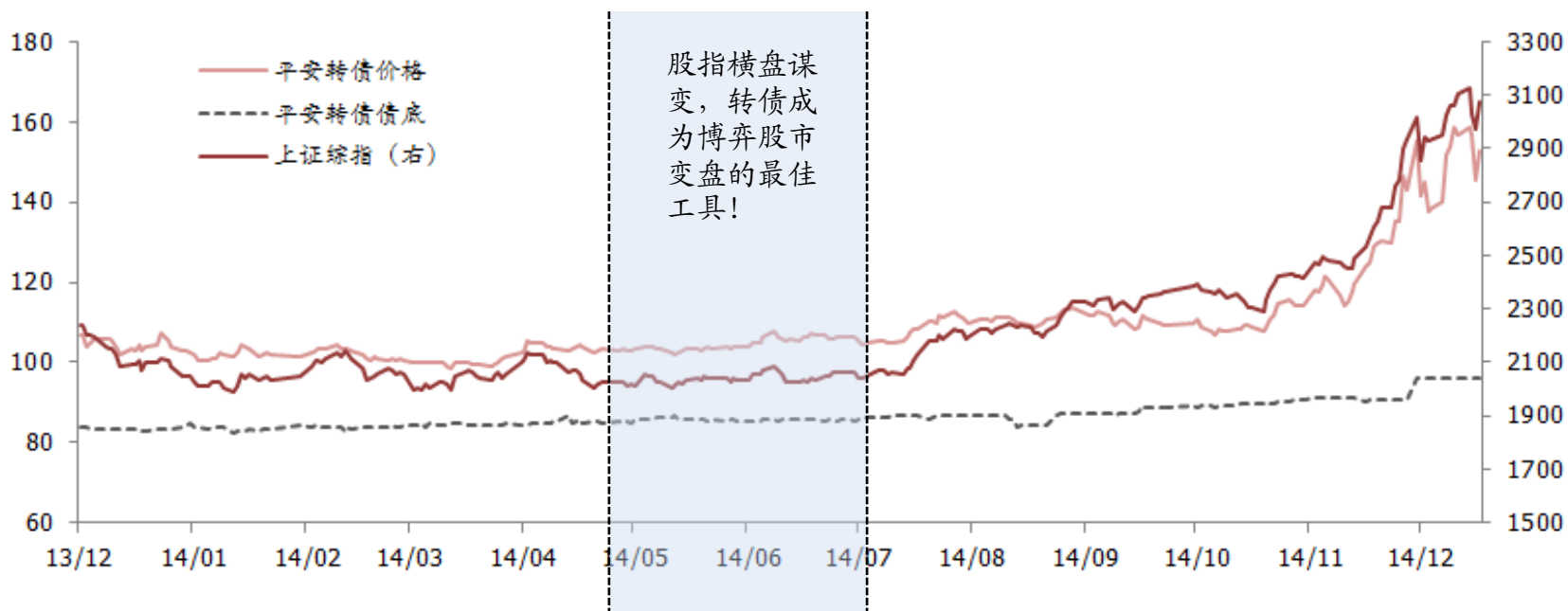
是中国证券业协会研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

用转债博弈股市变盘

转债是天然适合博弈变盘的品种

- 一般而言，转债品种凭借“进可攻、退可守”特性理应是博弈股市变盘的最佳工具。回顾历史，14年5-6月份股市也曾经历了长时间的横盘窄幅震荡，我们当时提出“不退则进”，并建议通过转债博弈变盘，最终取得了相当不错的效果。
- 可惜的是，虽然当前股市也处于横盘状态，但当前市场状态已有所不同。当时转债品种“进可攻、退可守”特性十分突出，参与博弈的性价比较好。而目前转债二级市场筹码稀缺严重，可选择余地小。参与群体方面，除了转债基金等刚性需求资金，大量的短线甚至T+0的资金活跃其中，缺少供给，导致二级市场估值一直高企，价格表现跟随股指而非正股的奇特走势。整体来看，转债品种表现仍对股市走势存在很强的依赖度，还难以发挥“进可攻，退可守”的期权特性。同时，我们重申只有一级市场早日重启才能纠正转债市场估值等的异常。而转债品种发行不分流股市资金，理应率先获准重启。



资料来源：万得资讯,中金公司研究

第七章

A股转债交易规则等——魔鬼在细节



“慧博资讯”是中国证券研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

魔鬼在细节中——一些常见问题

1

A股转债正股能卖空吗？答：难度很大，这给投资者做对冲交易带来困难。融资、融券业务已经开展，融券难度大且成本高，个股期权尚未开展，加上某些时段转债估值并不低，对冲交易仍存在较大障碍。

2

A股转债持有人情况如何？答：债券型基金、保险、券商、混合型基金、QFII是最大的几类持有人。尤其是债券型基金、保险等机构持有量较大。个人投资者在市场中的比重很小。

3

市场流动性如何？答：转债二级市场活跃程度远超过纯债。15年股灾之后转债成交量反而放大，背后的原因在于不少投机资金看重转债T+0交易、无涨跌停限制、可回购融资等优势。

4

交易场所及交易规则？答：A股转债交易方式和股票基本相同，都是在交易所市场竞价交易。但与股票不同，转债实行“T+0”交易。与纯债不同，转债仍采用全价交易。转债可在买入当日即申请转股。不过，转股后所得股份最快只能在T+1日卖出。

5

交易费用如何？答：原本转债交易须缴纳不超过成交金额的0.1%的佣金，无印花税等。上海证券交易所2008年10月7日宣布，为进一步促进上证所债券市场的发展，鼓励投资者积极参与债券交易，上证所将对债券现券及回购交易免收相关费用。

6

转债品种信用状况如何？答：总体来看，信用状况较好，历史上还无违约等事件发生。但需要注意的是，新《证券发行管理办法》实施之前，所有的转债品种都具有担保。而目前，净资产在15亿元以上企业发行可转债可无担保，加之银监会对商业银行担保的限制，未来有担保品种将以集团担保或第三方企业担保为主，无担保品种将越来越多。

7

A股转债持有人的盈利模式如何？答：由于没有做空机制，股价上涨推动转债价格上涨仍是最根本的盈利模式。

8

A股转债的最大特点如何？答：最大特点仍在于条款上，尤其是转股价修正、回售条款值得投资者特别关注。

9

如何获得转债头寸？答：二级市场直接买入，新券可以考虑一级市场申购，但由于信用申购的实施加之中签率低，很难获得太多筹码。



CICC

中金公司

“慧博资讯”是中国证券业协会研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

魔鬼在细节中——赎回、回售的披露时点

信息发布时点

- 转债回售、赎回等信息发布方面，沪深两市存在些许的不同。比如上交所规定“在满足可转换公司债券赎回条件的下一交易日发布公告，明确披露是否行使赎回权”。因此，如果公司没有如期发布相关公告，投资者可以立即判断公司放弃了赎回。而深交所的要求是“满足条件后的五个交易日内至少发布三次公告”。
- 有意思的是，如此细微的差异也曾对投资者产生过影响。例如此前的徐工转债触发赎回后，并没有立即发布赎回信息。一些投资者误以为公司将放弃行使本次赎回。实际上，由于徐工转债为深交所转债，原则上触发后第三个交易日前公告均可。

赎回、回售的披露时点

	上交所	深交所
上市门槛	可转换公司债券的期限为一年以上； 可转换公司债券实际发行额不少于人民币5000万元； 申请上市时仍符合法定的可转换公司债券发行条件	可转换公司债券的期限为一年以上； 可转换公司债券实际发行额不少于人民币5000万元； 申请上市时仍符合法定的可转换公司债券发行条件
回售条款	上市公司应当在满足可转换公司债券回售条件的 <u>下一交易日发布回售公告</u> ，并在 <u>回售期结束前至少发布三次回售提示性公告</u> ，公告应当载明回售程序、回售价格、付款方式、付款时间等内容。回售期结束后，公司应当公告回售结果及其影响。	在可以行使回售权的年份内，上市公司应当在每年 <u>首次满足回售条件后的五个交易日内至少发布三次回售公告</u> 。回售公告应当载明回售的程序、价格、付款方式、时间等内容。回售期结束后，公司应当公告回售结果及其影响。
赎回条款	上市公司应当在满足可转换公司债券赎回条件的 <u>下一交易日发布公告</u> ， <u>明确披露是否行使赎回权</u> 。如决定行使赎回权的，公司还应当在 <u>赎回期结束前至少发布三次赎回提示性公告</u> ，公告应当载明赎回程序、赎回价格、付款方式、付款时间等内容。	<u>上市公司行使赎回权时，应当在每年首次满足赎回条件后的五个交易日内至少发布三次赎回公告</u> 。赎回公告应当载明赎回的程序、价格、付款方式、时间等内容。赎回期结束后，公司应当公告赎回结果及影响。
转股条款	上市公司应当在可转换公司债券开始转股前三个交易日内披露实施转股的公告。 上市公司在可转换公司债券转换期结束的二十个交易日前应当至少发布三次提示公告，提醒投资者有关在可转换公司债券转换期结束前的十个交易日停止交易的事项。 公司出现可转换公司债券按规定须停止交易的其他情形时，应当在获悉有关情形后及时披露其可转换公司债券将停止交易的公告。	上市公司应当在可转换公司债券开始转股前三个交易日内披露实施转股的公告。 上市公司在可转换公司债券转换期结束的二十个交易日前应当至少发布三次提示公告，提醒投资者有关在可转换公司债券转换期结束前的十个交易日停止交易的事项。 公司出现可转换公司债券按规定须停止交易的其他情形时，应当在获悉有关情形后及时披露其可转换公司债券将停止交易的公告。

资料来源：万得资讯，中金公司研究

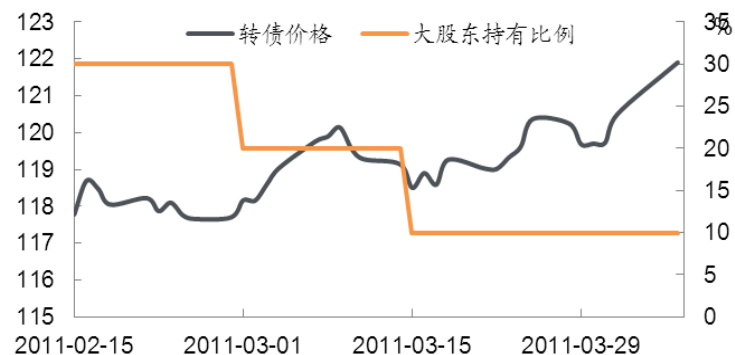
魔鬼在细节中——其他相关披露的时间点

信息发布时点

- 此外，有关持仓比率达到**20%**的持有人继续增持或减持转债的公告情况，沪深两市存在细微的不同。根据深交所上市规则第11.7.2条规定，“投资者持有上市公司已发行的可转换公司债券达到发行总量的**20%**时，应当在事实发生之日起**两个交易日内**向本所报告，并通知上市公司予以公告。持有上市公司已发行的可转换公司债券**20%**及以上的投资者，其所持上市公司已发行的可转换公司债券比例每增加或者减少**10%**时，应当在事实发生之日两个交易日依照前款规定履行报告和公告义务”。
- 而上交所略有不同，其上市规则中规定，“投资者持有上市公司已发行的可转换公司债券达到可转换公司债券发行总量**20%**时，应当在该事实发生之日起三日内，以书面形式向本所报告，通知上市公司并予以公告；在上述规定的期限内，不得再行买卖该公司可转换公司债券和股票。投资者持有上市公司已发行的可转换公司债券达到可转换公司债券发行总量**20%**后，每增加或者减少**10%**时，应当依照前款规定履行报告和公告义务。在报告期内和公告后二日内，不得再行买卖该公司的可转换公司债券和股票。”需要注意的是两市均要求对持仓比率达到**20%**的投资者增持、减持公告，但深交所对公告后的增持、减持行为并无限制，而上交所公告后二日内不得买卖转债和股票。

国投转债的案例

历史上国投转债的案例较为经典。大股东通过优先配售获得大量国投转债。考虑到其持有比率较高，上市初期“跑量”理所当然。减持近半之后转为“重价”，转为择机高位减持。此外，每次大股东减持**10%**之后均作出公告并在公告后两个交易日之后再次减持。而齐翔腾达的控股股东齐翔集团通过优先配售持有的转债占当次发行总量的**63.68%**。结合转债发行前大股东进行了股权质押融资行为，再加上持股比率已经很高，投资者可以轻松判断其上市后将减持转债。由于处在深交所，公告后大股东可以继续减持，符合交易所相关要求。



资料来源：万得资讯，中金公司研究

魔鬼在细节中——税收规定

债券付息

- 根据我国相关法规规定，除国家规定发行的免缴利息所得税的债券外（国债与部分金融债），其余企业债券对个人均征收利息税。
- 实践中，不同投资者征收利息税的方式有所不同。1、对个人投资者和证券投资基金，转债发行人一般按 20% 的税率代扣代缴个人所得税。2、对QFII投资者，根据2009年1月23日颁布的《国家税务总局关于中国居民企业向QFII支付股息、红利、利息代扣代缴企业所得税有关问题的通知》的规定，如不能及时提供相关纳税证明文件，则按照10% 的税率代扣代缴，否则不予代扣代缴；3、对于保险、一般企业、年金、券商等机构投资者来说，发行人对利息收入不代扣代缴，而利息进入投资者的损益表，依法缴纳企业所得税（一般税率为25%，但亏损企业不缴纳所得税）。

回售、赎回

- 实践中的代扣代缴方法莫衷一是。不过，回售价格中的应计利息部分被代扣代缴的可能性较大，如美丰、唐钢以及燕京转债。

到期赎回

- 到期赎回如何征税是投资者应该注意的风险点。
- 从历史案例、登记公司和税务部门的倾向性来看，对转债到期赎回价超过面值部分全额征收利息税已经成为惯例。

魔鬼在细节中——转债有没有涨跌停限制？

上交所熔断机制

虽然转债交易不设涨跌幅限制，但为了减少市场波动、控制风险，上交所的转债交易设置了熔断机制。14年发行的冠城转债成为了首个触发熔断机制的转债。随着券种稀缺，转债上市价格常在120之上，熔断成为这个阶段上市后大概率触发的机制，受到了投资者的广泛关注。

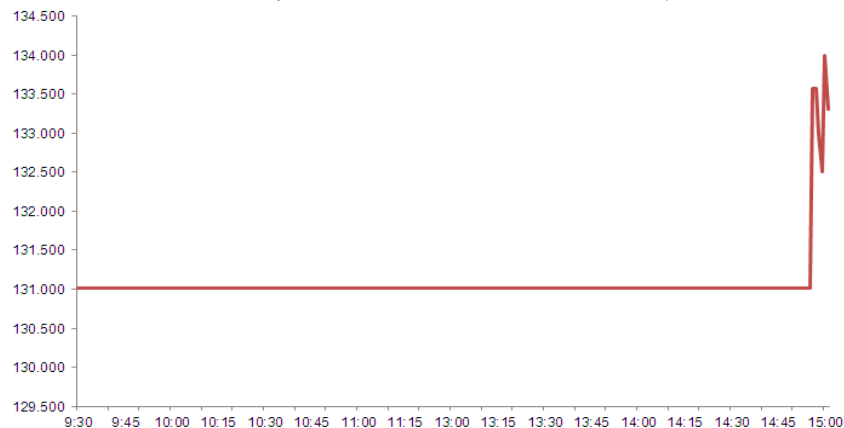
关于转债的熔断机制主要记录在《上海证券交易所证券异常交易实时监控细则》中。不过由于法律法规的可读性略差，投资者在实践中也容易产生疑惑。我们简单总结如下：

- 1、涨跌超过20%将停牌30分钟；
- 2、涨跌超过30%将停牌至2:55分；
- 3、无论何时，2:55分之后不熔断；
- 4、开盘涨跌幅超过20%直接熔断30分钟（从9:30分计算），超过30%直接停牌至2:55分；
- 5、深交所无熔断机制。

深交所集合竞价

深交所规定债券上市首日开盘集合竞价的有效申报范围为发行价的上下30%。历史上在深交所的有些小盘转债上市就达到了130元以上，因此在集合竞价挂买单曾有套利机会。塔牌转债等都是经典案例，开盘价达到上限，开在130元。

电气转债首日上市：开盘即熔断



没有熔断机制的“神券”通鼎



资料来源：万得资讯,中金公司研究

魔鬼在细节中——转债的质押融资

哪些转债可质押？

- 沪深交易所的转债质押回购始于2012年5月份，《关于在上海证券交易所上市的可转换公司债券计入回购质押库的通知》以及《深圳证券交易所债券交易实施细则》分别明确了转债的质押回购资格。而具体个券是否有质押回购资格则需要依据中证登的《质押式回购资格准入标准及标准券折算系数取值业务指引》来确定。此外，转债纳入质押范围需由发行人申请，因而不是所有符合上述规定的转债都可以进行质押，如此前的海直、歌华转债。当然，对于投资者而言，更简单的方法是直接查询转债的标准券折算比例，查询不到标准券折算比例的转债则不可质押。目前，二级市场交易的四只转债和两只EB均可进行质押回购。
- 值得注意的是，随着入库要求逐步提高，新券只有AAA评级方可质押，老券暂不受影响。

标准券折算率

- 可转债的标准券折算率主要依据《标准券折算率管理办法》和《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》。目前中证登每日计算折算率并发布，T日发布的数值在T+2日生效适用。对于已有交易的转债，其标准券折算率取决于均价、波动率以及折扣系数。但由于转债本身的特性，波动率较大同时折扣系数较小，因而最终的折算率较低、折算率本身波动也比较大。而对于刚刚上市的可转债，折算率的计算依照“公式二”，其大小取决于“计算参考价”（均为面值100）和折扣系数。

类别	折算率	注
已有交易转债	折算率=上期均价×(1-波动率)×折扣系数	上期均价为前五个交易日转债交易价格（全价）的加权平均值，以成交量为权重，即成交额除以成交量； 波动率为 $2 \times (\text{上期最高价} - \text{上期最低价}) / (\text{上期最高价} + \text{上期最低价})$ ； 折扣系数按照《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》取值，转债在0.48-0.71之间；
上市首日转债	折算率=计算参考价×折扣系数	计算参考价即为发行价格，对于转债而言就是面值（100）； 折扣系数按照《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》取值，转债在0.48-0.71之间；

资料来源：万得资讯,中金公司研究



“慧博资讯”是中国证券业协会研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

第八章

一级市场：转债发行与打新

转债发行门槛要求

证券发行管理办法是规范转债发行的主要法规

□ 2006年颁布的《证券发行管理办法》是目前A股转债发行、条款设定等方面的主要法规依据。而此前的《可转换公司债券管理暂行办法》、《上市公司发行可转换债券的实施办法》、《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》已经相应废除。总结来看，2006年的《证券发行管理办法》对转债融资门槛、转债条款设置、投资者保护等三方面都进行了积极改进。

与其他权益融资相比

□ 相比其他股权融资方式，转债品种融资的优势、劣势并存。转债融资门槛相对较低，融资难度明显更低，且投资群体限制也小。能够溢价发行且立即稀释股权，票息对发行人也有一定的税盾效应。但劣势也显而易见，转债产品较为复杂，转股价和回售条款可能构成“隐性”融资成本，更多的上市公司还是将其作为权益融资的变通方式。

与其他债权融资相比

□ 相对债券融资而言，转债产品融资门槛稍高，审批节奏较慢，融资效率较低，且需要走权益融资通道。其次，转债还要求背后有项目支持，资金用途限制较多。与公司债等相似，发行规模都受净资产40%的规模限制。当然，如果转债顺利转股，能够降低发行人资产负债率和财务费用。趋势上看，当债券收益率高企时，民营公司债乏人问津，股权融资也较难，理应转道转债融资。此外，在股市波动率高或者预期好转时，投资者愿意给予转债更高估值，也有助于降低转债融资成本，增强其相对债券融资的优势。

转债与配股、增发和公司债的发行门槛

发行门槛	
可转债	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六(净利润扣非前后孰低); 本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十; 最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息; 可转换公司债券的期限最短为一年,最长为六年; 公开发行可转换公司债券,应当提供担保,但最近一期未经审计的净资产不低于人民币十五亿元的公司除外。
配股	拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的百分之三十; 控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量; 采用证券法规定的代销方式发行; 控股股东不履行认配股份的承诺,或者代销期限届满,原股东认购股票的数量未达到拟配售数量百分之七十的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。
增发	最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六(净利润扣非前后孰低); 除金融类企业外,最近一期末不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形; 发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。
公司债	公司的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策; 经资信评级机构评级,债券信用级别良好; 公司最近一期末经审计的净资产额应符合法律、行政法规和中国证监会的有关规定; 最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息; 本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十,金融类公司除外。

需满足组织机构、财务披露等方面的要求;
最近三个会计年度盈利,业务和盈利来源稳定,不严重依赖控股股东、实际控制人;
最近二十四个月内曾公开发行证券的,不存在发行当年营业利润比上年下降50%以上的情况。

资料来源: 万得资讯,中金公司研究

新变化：定增遇阻，转债突围

■ 今年2月，证监会通过《问答》和修订再融资细则的方式，调整了再融资政策。对于定增，锁价发行成为过去时、增发股数不得超过总股本20%、两次融资之间时间间隔要长于18个月。按我们梳理，过去几年的定增，至少有一半不符合新规的要求。例如16年，“不合格”定增量就要达到1万亿。同时，监管鼓励发展转债、优先股等股债结合品种，转债成为明显的受益者。

■ 随后的几个月，史上最大的转债预案潮出现。截至到目前，不计算公募EB，转债的拟发行个数接近90个，拟发行金额达到2600亿元。其中不乏民生、中信银行这样的大盘转债预案，同时，一些转债市场上的“老朋友”也回到了拟发行名单中。

转债拟发行列表(仅包括证监会已受理的预案)

项目状态	类型	公司(规模, 承销商)	合计	
已核准		林洋能源(30亿元,广发证券)、东方雨虹(18.4亿元,国泰君安)、金禾实业(6亿元,华林证券)、新时达(8.8251亿元,广发证券)、亚太股份(10亿元,中泰证券)、隆基股份(28亿元,国信证券)、小康股份(15亿元,中信建投)	116.2亿元, 7只	
已过会		宁波银行(100亿元,中信证券)、长江证券(50亿元,国君、长江)、宝信软件(16亿元,浙商证券)、水晶光电(11.8亿元,安信证券)、济川药业(8.6亿元,国金证券)、生益科技(18亿元,东莞证券)、久立特材(10.4亿元,国信证券)、嘉澳环保(2.5亿元,安信证券)、兄弟科技(7亿元,民生证券)	224.3亿元, 9只	
已反馈	大	无		
	中	东方财富(50亿元,中金公司)、常熟银行(30亿元,中信建投)、蓝思科技(48亿元,国信证券)、无锡银行(30亿元,中信建投)	158亿元, 4只	
	小	大洋电机(18亿元,银河证券)、太平洋(17亿元,中银国际)、小商品城(11亿元,中金公司)、利欧股份(21.98亿元,中泰证券)、千禾味业(3.56亿元,招商证券)、铁汉生态(11亿元,华创证券)、海利得(10.87亿元,东方花旗)、沃尔核材(3.9亿元,中德证券)、泰晶科技(2.15亿元,长城证券)、赣锋锂业(9.5亿元,平安证券)、众信旅游(7亿元,华泰联合)、江阴银行(20亿元,华泰联合)、安控科技(2.2亿元,安信证券)、国祯环保(5.97亿元,国元证券)、美盈森(15.8亿元,中泰证券)、众兴菌业(9.2亿元,中金公司)、皇氏集团(10.8亿元,平安证券)、特一药业(3.54亿元,国信证券)、雪迪龙(6.93亿元,民生证券)、杭电股份(9亿元,华金证券)、天康生物(10亿元,长城证券)、太阳纸业(12亿元,平安证券)	221.4亿元, 22只	
已受理	大	无		
	中	无		
	小	双环传动(10亿元,广发证券)、中原证券(27亿元,长江证券)、蒙草生态(8.8亿元,华泰联合)、花王股份(3.3亿元,长江证券)、海翔药业(12.47亿元,国泰君安)、玲珑轮胎(20亿元,安信证券)、吉视传媒(25亿元,民族证券)、内蒙华电(19.11亿元,招商证券)、大族激光(23亿元,兴业证券)、凯发电气(3.4989亿元,广发证券)、再升科技(4.36亿元,兴业证券)、顾家家居(13.8108亿元,中信建投)、新泉股份(4.5亿元)、高能环境(8.4亿元)、歌力思(6.069亿元)、中航电子(24亿元)、新凤鸣(22.3亿元)、三力士(6.4亿元)	242.02亿元, 18只	
通过股东大会	大	民生银行(500亿元)、中信银行(400亿元)、平安银行(260亿元)	1160亿元, 3只	
	中	中航资本(48亿元)、张家港行(30亿元)、国金证券(68亿元)	146亿元, 3只	
	小	百利科技(3.4亿元)、朗玛信息(6.5亿元)、鼎信通讯(6亿元)、万达信息(9亿元)、亨旦股份(12亿元)、中科创达(4亿元)、长青集团(8亿元)、艾华集团(6.91亿元)、康泰生物(3.56亿元)、天马科技(3.05亿元)、湖北广电(17.3359亿元)、崇达技术(8亿元)、道氏技术(4.8亿元)、金新农(6.7亿元)、广田集团(12.5亿元)、吴江银行(25亿元)、德尔股份(6亿元)、星源材质(4.8亿元)、科森科技(6.1亿元)、创维数字(10.8亿元)、蓝盾股份(11亿元)、广电网络(8亿元)、盛路通信(10亿元)、长盈精密(16亿元)、亿纬锂能(8亿元)、莱克电气(12.03亿元)、凯中精密(4.36亿元)、和佳股份(10亿元)、伟明环保(8.45亿元)	252.3亿元, 29只	
董事会预案	大	海航控股(150亿元)	150亿元, 1只	
	中	川投能源(40亿元)、中国核电(78亿元)、山东高速(80亿元)、青岛海尔(56.4亿元)	254.4亿元, 4只	
	小	雄韬股份(3.2亿元)、中科曙光(11.2亿元)、中化岩土(6.8亿元)、中航机电(21亿元)、利尔化学(8.52亿元)、华鑫股份(16亿元)、吉林敖东(24.13亿元)、横河模具(1.4亿元)、光华科技(3.2亿元)、华通医药(2.24亿元)、中航光电(13亿元)、东音股份(2.8132亿元)、安井食品(5亿元)、景旺电子(9.78亿元)、三七互娱(21亿元)、联泰环保(3.9亿元)、中装建设(7.5亿元)、威帝股份(2亿元)、奇精机械(3.3亿元)	165.98亿元, 19只	
传统转债总计			3090.62亿元,119只	
公募可交换债			宝武集团(正股宝钢股份, 150亿元)、大众交通(正股国泰君安, 20亿元)、光线控股(正股光线传媒, 24亿元)、石油集团(正股中国石油, 200亿元)	394亿元, 4只

资料来源：万得资讯, 中金公司研究

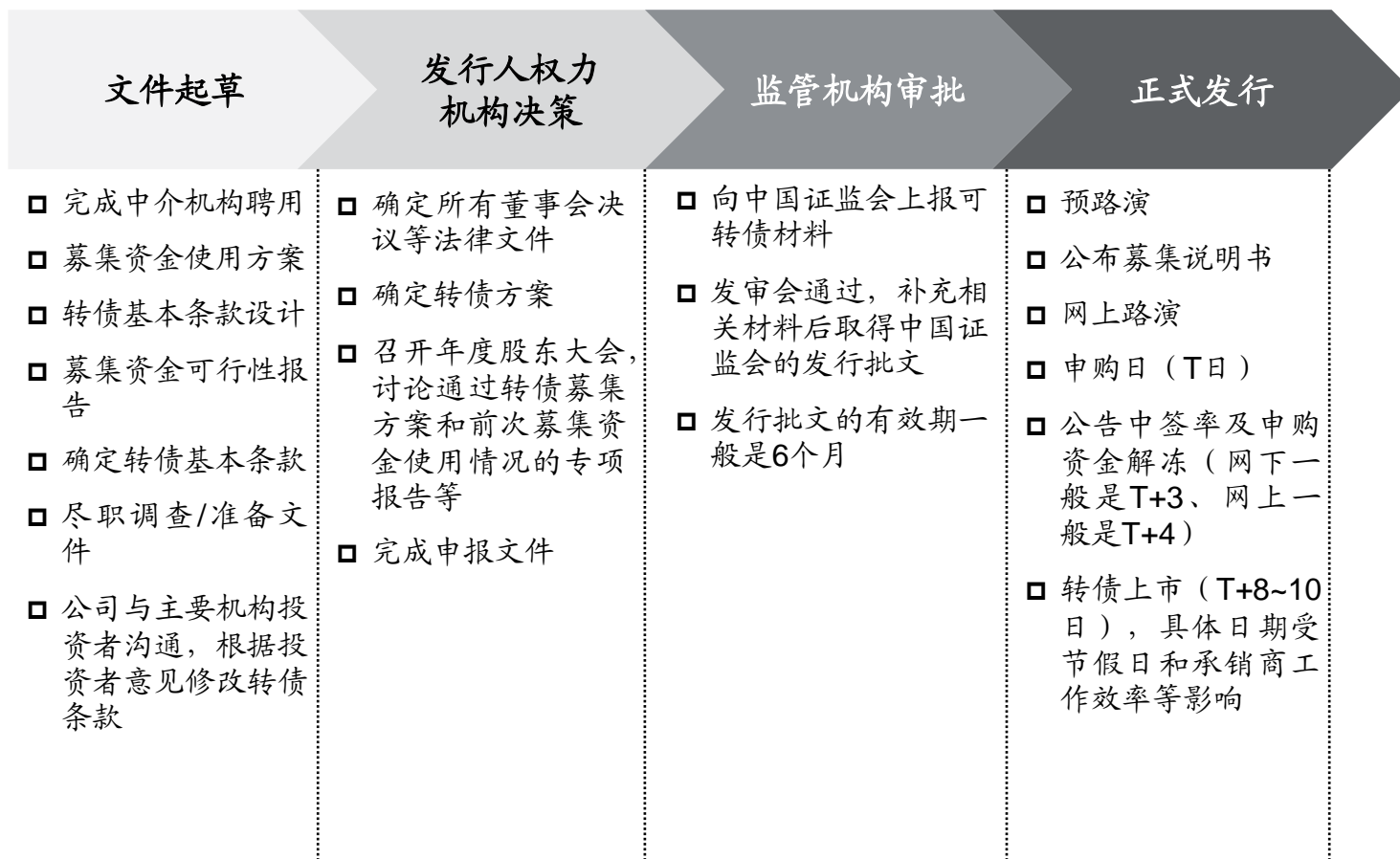


“慧博资讯”是中国证券业协会研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

转债发行-一般流程与时间点

从发行人初步具有发行意向到转债真正发行，往往耗时长久。历史上，曾有前后耗时两年方完成转债融资的案例。所以，我们会经常看到转债融资项目已经建成投产，而转债融资资金方到位，只能用于偿还或替换贷款。历史上审批最快的案例要数中行转债，该转债在2010年1月22日董事会决议发布，3月19日获股东大会通过（受制于H股股东大会提前45天公告的限制），而仅仅时隔2个月，预案在5月24日就获得了证监会审核通过。更为惊人的是仅时隔3天，5月27日中行就已收到证监会的发行批文。最终在6月2日中行转债成功发行，整个过程历时仅4个多月。2015年上半年在市场呼吁下，监管机构从善如流曾一度加速审批速度。



□ **影响发行时间的特殊规定**——根据2013年颁布的《证券发行与承销管理办法》第十七条规定：上市公司发行证券，存在利润分配方案、公积金转增股本方案尚未提交股东大会表决或者虽经股东大会表决通过但未实施的，应当在方案实施后发行。相关方案实施前，主承销商不得承销上市公司发行的证券。

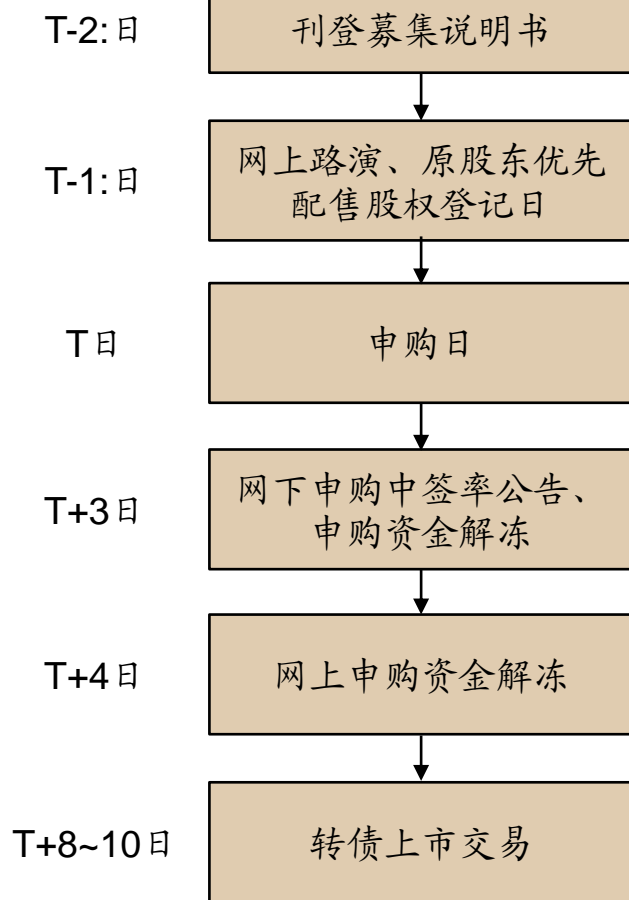
募投资金使用规定

募投资金使用规定

- 可转债募集资金的使用应当符合《上市公司监管指引第2号—上市公司募集资金管理和使用的监管要求》。同时还应满足交易所的相关规定，如上交所的《上市公司募集资金管理办法》。对于转债的投资者而言，一方面募投项目的投产将影响公司的业绩，另一方面，历史上一些转债曾因“改变募集资金用途”而触发附加回售条款。近期，久立因变更募投项目实施主体而触发回售条款，虽此次回售并无实际意义，但也引发了部分投资者的讨论。
- 附加回售条款中的“改变募集资金用途”应如何界定？深交所的《上市公司募集资金管理办法》采用列举的方式指明变更募投项目的范围，而证监会和上交所虽未明确列举，但从各家上市公司的《募集资金管理办法》来看，基本都沿用了深交所所列举的内容（包括上交所的公司）。所列事项包括：1、取消原募集资金项目，实施新项目；2、变更募集资金投资项目实施主体；3、变更募集资金投资项目实施地点；4、变更募集资金投资项目实施方式；5、实际投资金额与计划投资金额的差额超过计划金额的30%；6、其他情形。
- 久立、燕京、塔牌及双良等也曾发生过相似的案例。显然，久立的案例触及第二项（即变更项目实施主体），理应触发回售。当然最终回售并未对久立转债产生实质性影响，这与项目并未受到负面影响以及久立转债当时的价格有关。回售款的税收处理方面，久立转债仅对累计利息部分代扣代缴（当年仅0.5%），因此按照103元的回收价格计算，普通投资者税后收入账102.96元。久立转债并非史上首例，历史上燕京（一期）、塔牌以及双良均出现过回售事件。燕京的变更事由是改变部分项目，即由收购常熟海虹酒业变为增持燕京包头，但与久立相同，当时的燕京转债售价在115元以上，投资者对回售并不感兴趣。塔牌转债同为变更部分投资项目，但募投项目变更公告之时塔牌转债早已全部转股，回售未造成任何影响。双良转债的案例较为特殊，变更事由为取消部分项目并改为永久补充流动资金，彼时双良转债大部分已在前一次开放回售时完成回售，本次回售仅回吐资金110万元。对于投资者而言，早已失去流动性的双良转债理论上可通过回售获利，可惜此时存量已经很小。
- 募投项目延期是否将触发回售？泰尔重工也发布公告称由于市场情况变化，募投项目将会延期。少数投资者曾讨论泰尔转债是否也将出发附加回售条款。如前所述，项目延期并未被列入改变募投资金用途的事项。拖延也并非无限制，沪深交易所的管理办法都指出，当募投项目已搁置1年以上的情况出现时，公司应当对项目重新论证，决定是否继续投资该项目并披露相关情况。但只有拖延项目演化为终止项目时（如双良），附加回售条款才将被触及。

老模式下，打新收益哪里来？

转债打新日程表



转债打新收益

绝对收益上看，转债打新收益取决于上市预期涨幅、中签率和定金比例（假设机构投资者均参与网下打新）。上市涨幅越高、中签率越高、定金比例越低时，参与转债打新收益越高。

$$\text{转债打新收益} = \frac{\text{上市预期涨幅}}{\text{定金比例}} \times \text{中签率}$$

对于投资者而言，否要参与打新，很大程度上还要取决于打新收益是否能够覆盖资金成本（机会成本）？我们一般以5天年化的预期转债打新收益（打新收益*365/5）与同期回购利率相比，若前者大概率更高，则建议参与打新。还有一种方法，是计算打新收益刚好覆盖资金成本时的均衡上市定位，若转债上市定位大概率高于此均衡上市定位，则建议参与打新。

不得不提的优先配售权

- ❑ 原股东一般有权按一定比率（XX元/股）获得优先配售转债的权利。多数100%（XX=转债发行额/A股总股本）向原股东安排优先配售。
- ❑ 但由于信息不通畅、资金等原因，部分股东会放弃。
- ❑ 优先配售权导致大股东不用参与中签，才是转债条款丰厚及二级定位较高的最大受益者。

新模式下，情况会有哪些变化？



	网上发行	网下发行
原规定	<p>传统转债：全额定金。按中签率摇号分配。少有投资者申购。</p> <p>公募EB（大公募）：时间优先原则，以速度取胜。</p>	10%~30%定金，投资者按中签率等比例分配。
新规定	<p>无定金。按中签率摇号分配。与新股申购建立统一违约惩戒机制。（12个月内累计违约3次，暂停6个月内转债、EB及新股申购）</p>	承销商不再按申购金额的比例收取定金，但仍可收取不超过50万元保证金，并在发行公告中明确约定网下投资者违约时申购保证金处理方式。

转债一级市场发行机制将出现变化，原本的定金模式即将宣告终结。

- **对转债发行、申购的影响几何？** 1、网上申购由于无定金、操作也便捷得多，吸引力将明显高于网下；2、由于取消定金，投资者申购决策将不再考虑资金成本，申购与否仅关注上市定位和破面的可能性，以及申购上限；3、更重要的是，由于没有定金约束，中签率势必很低，这很可能激励投资者虚报申购量（只有申购上限的约束）的问题，名义总体申购量也将大幅提高，压低中签率。真正的转债二级投资者，通过一级拿量将更为吃力，需要更多着眼于二级市场收集筹码或提前埋伏正股以获得优先配售机会；4、对于EB的网上申购，将与转债采取相同模式，“拼手快”的时代结束。
- 对于发行人而言，由于投资者不再需要缴纳定金，甚至会激励投资者虚增申购量，从而降低发行难度。发行人需要考虑的因素众多，不一定会很大程度上弱化条款，但至少选择空间加大。此外，时点的选择也将更为灵活。
- 对于承销商而言则偏利空。一方面由于定金取消，承销商不再能从定金的超额利息中获利。同时，无定金约束下，承销风险加大。而无定金虽然会降低发行难度，但如果发行人选择弱化条款，真实的承销难度未必降低。

资料来源：万得资讯，中金公司研究

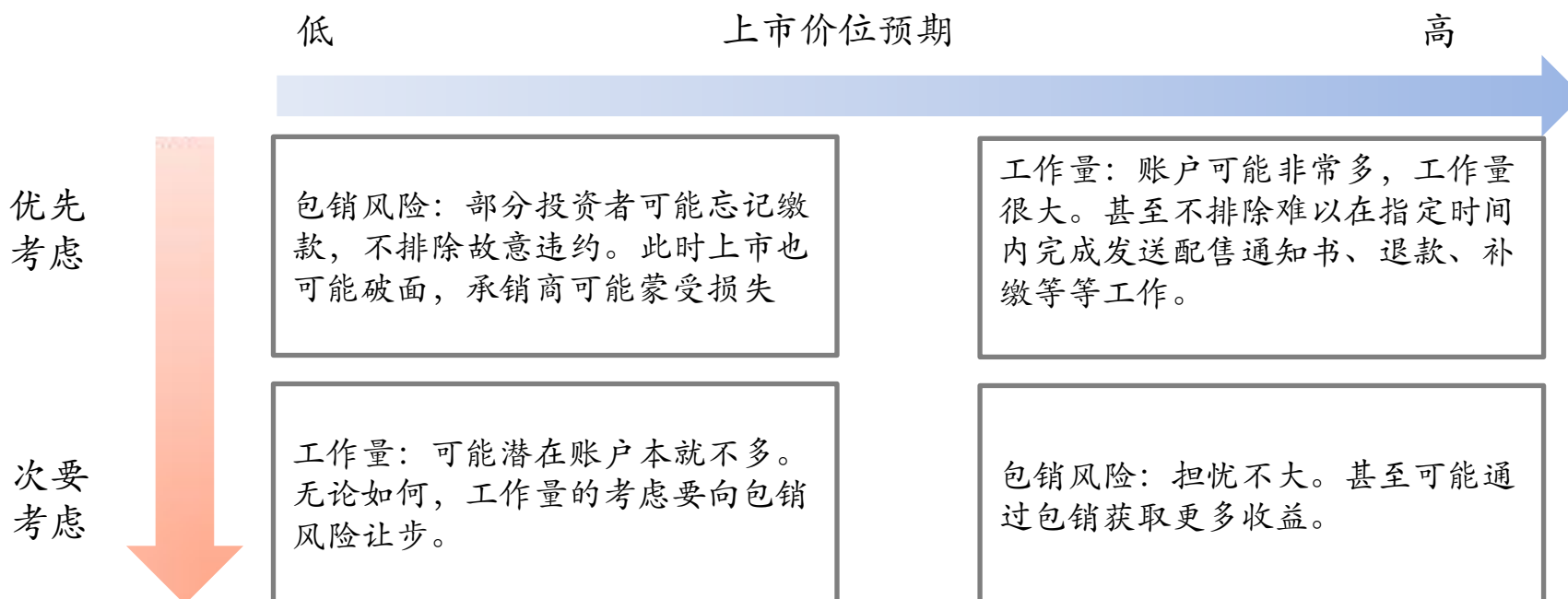
未来，承销商会怎样做？

对于承销商来说，决定具体发行方案无非考虑以下几点：

1、包销风险：一般两种可能性，第一种是申购量不足，第二种是已申购的投资者违约（不缴款或者不补交）。不过，进一步考虑，如果破面可能性小，甚至上市预期较高，承销商包销反而可能在此环节获利，至少担忧会小得多。

2、工作量是否能接受：一般来说，工作量直接与网下申购账户数挂钩，而网上申购带来的工作量则要相对小。而且网下申购补退款工作压力在低定金情况下大增。承销商有动力直接不设置网下发行，这在此前规模较小的传统转债中已经较为常见。

3、额外收益的可能性。在此前，巨大的冻结资金使得这些资金的利息成为承销商的重要利润来源。而在新规之后，虽然账户仍多，但冻结资金量却要少两个量级（且几乎与转债发行大小无关），这也降低了券商设置网下申购的动机。此外，如前所述，如果二级市场价位预期明显比一级市场高，如果有网上投资者因忘记缴款而出现一部分转债回到券商账户（包销），券商反而能从中获利。

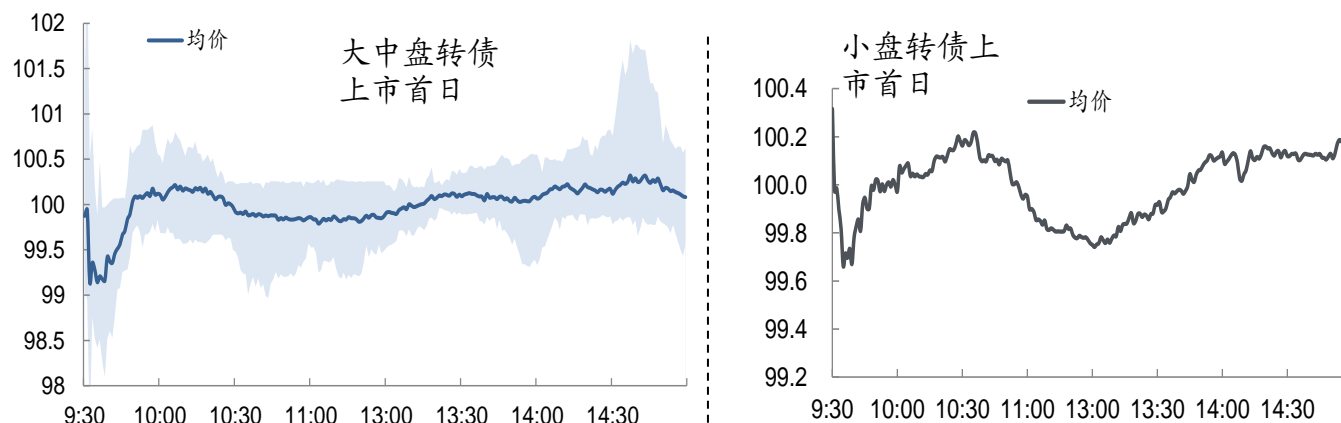


资料来源：万得资讯，中金公司研究

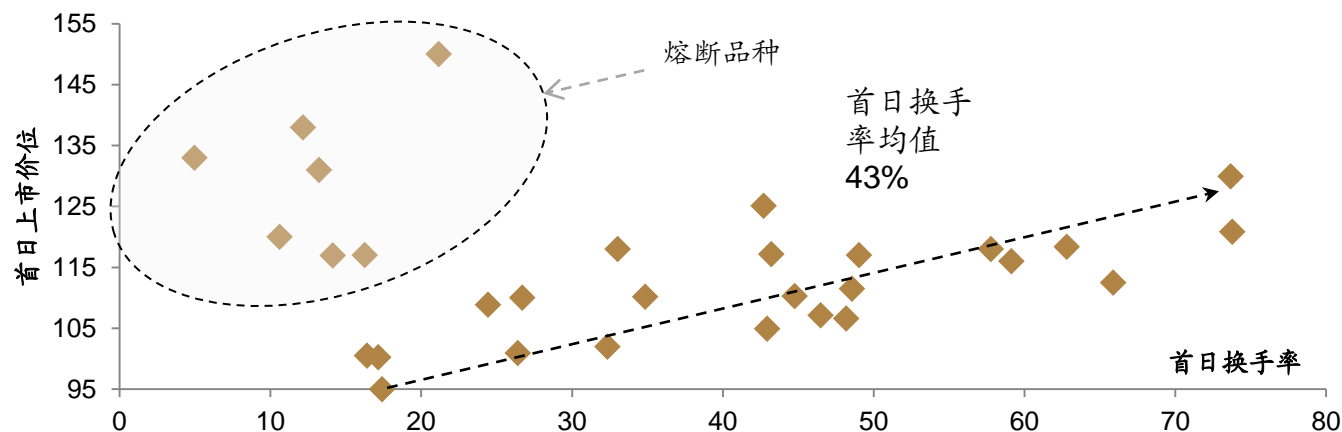
新券上市成为“拿量”的关键

- 相比已经拿不到量的一级市场，新券上市，尤其是小票上市初期更值得关注。
- 对于多数品种来说，首日9:35是经验上抛压最大的时间，大小品种略有差异。不过，众多基金受制于反向交易规则，不能在此时交易，好在抛压可能会持续到上市后一两周。
- 此外，已经有基金投资者会尽力“抢”下本机构的第一单，从而封住本机构的卖单。

上市首日价位



上市首日定位 vs 换手率



资料来源：万得资讯，中金公司研究

发行环节，股东可能不会错过盈利的机会

- 传统上讲，转债上市初期本就是值得关注的**时间点**。原因在于此时转债估值一般比较合理，成交也比较合理。而随着定增及股东减持股份相继受限，大股东显然不愿意错过转债上市这一所剩不多的“利润点”。
- 右图的永东转债是我们在其上市初期建议吸收筹码的品种。事后来看，股东在正股上涨路上完成转债减持，投资者也借机获得了超额回报。当然，永东的上涨有基本面上的逻辑，再加上情绪、意愿的配合，才形成了“强共振”。
- 我们在周报中提示，“大转债、小正股”不是大盘转债的专利。至少在上市初期，不少转债的存量规模（也是短期内的抛压），相比于正股的成交量而言，可以算得上是“大转债”。例如永东，正股此前单日成交仅在2000万元上下，而转债规模达到3.4亿，仅大股东通过配售得到的转债也有2亿元。如果能够通过较低的成本使正股活跃，并借机完成转债减持，起到“围魏救赵”的效果，对于股东而言显然是一个比较明智的选择。反过来，如果正股盘子大，转债相比之下微不足道，这样做性价比不高。

永东转债



资料来源：WIND，中金公司研究

法律声明

■ 一般声明

- 本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
- 本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
- 中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。
- 本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。
- 本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。
- 本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。
- 本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

■ 特别声明

- 在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。
- 与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。
- 本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。