

变与不变——转债发行新机制初探

2017年6月14日

投资要点

- ❖ 本篇将更进一步把关注点放在转债的发行机制上，目前正值市场变革期，我们试图初探新发行机制背景下转债发行打新可能的趋势，梳理打新流程以及最关键的打新收益率测算方式，最后提出我们对转债市场打新的理解与判断。
- ❖ **略显复杂的发行流程。**转债的发行其实分为两个部分，一是预案审核，二是转债实质发行打新。两部分结合影响转债市场的发行供给节奏。**审核流程链条较长**，由于转债发行目前依旧遵循审核制，导致其发行对部分预案审核期流程较长且耗时上具有较大的不确定性。**转债发行打新的流程较为繁复**。可以分为两个环节，一是原股东优先配售（若有），二是原股东优先配售之后剩余的规模留给机构与散户申购。配售环节的重点是配售规模与配售比例。2006年以来设置有优先配售环节的转债中，绝大多数原股东优先配售规模上限接近100%；配售比例方面，按照标准化可比口径，每100元正股配售转债价值的均值与中位数均在10元附近。关于优先配售后的余额部分实践中绝大多数转债均选择网上网下相结合方式发行。
- ❖ **转债发行机制迎来变革。**如前所述，我们将转债发行流程分为两个部分，目前两部分都呈现出一些新的变化，**我们判断其最终都是为转债的大规模发行做准备。转债审核流程耗时呈现出稳步压缩势头。**我们主要关注受到监管左右的5个流程耗时：股东大会通过——证监会受理，证监会受理——反馈意见，反馈意见回复——上会，上会——收到批复，收到批复——启动发行。从整体趋势来看，虽然各环节的不确定性依旧较大，但在年报期后审核流程开始出现逐步提速的苗头。值得注意的是，“217”再融资新规以来可转债明确属于受鼓励品种，且后续审核或享有绿色通道，有理由相信其审核流程还存在较大的改进空间。**新券打新拟改信用申购。**新规的变化主要体现在以下两点：1、网下申购单个账户无需支付申购金额一定比例的定金，但须缴纳不超过50万元的申购保证金；2、网上申购投资者不再需要缴纳申购资金，承销商可根据发行规模设置合理的网上申购上限。
- ❖ **变革的潜在影响。审核耗时有望进一步压缩。**虽然近期转债审核已经有提速的迹象，我们认为压缩的趋势还将继续，有几个方面值得进一步关注或者明确：1、提高每一环节的信息透明度。2、审核流程耗时逐步稳定，降低不确定性。3、通过批复的发放节奏来调节市场供给。**新政下转债打新或进一步“鸡肋”化。**若转债打新最终改成信用申购，将会对一级与二级市场产生深远的影响。综合来看由于打新难以吸筹，通过单纯的转债打新难以有效的地增厚账户业绩，用“鸡肋”一次形容较为贴切。相反我们更加建议投资者通过上市初期的高换手率时期来吸筹建仓，或者通过提前介入正股抢权。
- ❖ 打新收益率的测算的三大关键因素。无论发行机制如何变化，打新收益率的测算框架并不会变化。**测算打新收益率可以分为三步，一是对原股东配售比例进行预测，二是估计中签率，三是测算转债上市价格。**中签率取决于原股东优配比例以及网上网下的名义申购金额。**优配比例散户配售意愿或下降，冻结资金参考近期发行个券。**考虑到信用申购下，机构投资者基本都会选择以申购上限规模参与，因此预估参与账户数，账户数量在基准上参考软指标上市价格和硬指标信用资质。上市价格是另一个决定打新收益的关键因素。但在追求打新收益率高低之前，我们先关注上市价格是否会破发。**转债破发的核心原因是股性与债性同时保护不足。**



中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

章立聪

电话：021-20262132

邮件：zhanglicong@citics.com

执业证书编号：S1010514110002

联系人：余经纬

电话：010-60836745

邮件：yujingwei@citics.com

相关研究

1. 转债基础研究系列之六：知往鉴今：什么是转债债性估值与底部.....2017-05-23
2. 转债基础研究系列之五：什么是抢权？我们需要怎样的抢权.....2017-04-25
3. 转债基础研究系列之四：转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析.....2017-04-05
4. 转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股价条款全解读.....2017-03-20
5. 可转债专题：转债基础研究系列—转债监管变革的三生三世.....2017-02-27
6. 可转债专题：转债基础研究系列—供给冲击的前世今生全解析.....2017-02-15

目录

略显复杂的发行流程	1
审核流程链条较长	1
发行打新繁复	1
转债发行机制迎来变革	3
审核流程耗时稳步压缩	3
打新拟改信用申购	4
变革的潜在影响	5
打新收益率的测算的三大关键因素	6
优配比例与申购资金决定中签率	6
上市价格预估是技术活	8

插图目录

图 1: 转债审核流程链条较长	1
图 2: 转债发行打新流程繁复	2
图 3: 2006 年以来转债发行公告至上市日间隔基本稳定	2
图 4: 原股东优先配售规模上限	3
图 5: 优先配售后余额部分的发行方式	3
图 6: 2006 年以来个券网下发行定金比例走势	4
图 7: 2006 年以来个券网下发行申购上限走势	4
图 8: 2006 年以来个券实际冻结资金	4
图 9: 网下发行公告日前后资金利率走势	4
图 10: 新发行机制下的申购步骤要素	5
图 11: 2006 年以来转债个券原股东优配比例 VS 前十股东持股比例	7
图 12: 网下中签率（设有网下发行方式）	7
图 13: 网上中签率（仅有网上发行方式）	7

表格目录

表 1: 旧发行机制下打新相关的时间节点	5
表 2: 上市收盘价跌破面值的转债股债保护均弱	8
附表 1: 2017 年以来发行以及待发新券审核流程耗时	8
附表 2: 设有网下配售环节的转债网下申购上限、定金比例情况	9
附表 3: 仅设有网上配售方式的转债申购上限情况	11

在基础系列研究之五中我们聚焦于转债一级市场的前端，关注转债发行前的抢权策略，分析了抢权的整个流程，回答了转债作为股债结合产品其与正股之间的联动关系如何，以及该怎样把握相关机会等一系列问题。本篇将更进一步把关注点放在转债的发行机制上，目前正值市场变革期，我们试图初探新发行机制背景下转债发行打新可能的趋势，梳理打新流程以及最关键的打新收益率测算方式，最后提出我们对转债市场打新的理解与判断。

略显复杂的发行流程

转债的发行其实分为两个部分，一是预案审核，二是转债实质发行打新。两部分共同影响转债市场的发行供给节奏。

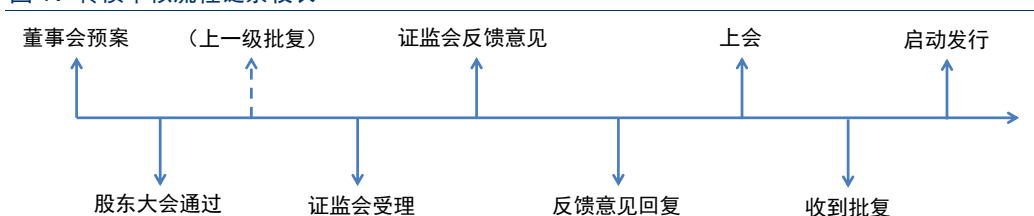
审核流程链条较长

转债发行目前依旧遵循审核制，导致其发行对部分预案审核期流程较长且耗时上具有较大的不确定性。

如图 1 所示，发行人从董事会预案到启动发行需历经 7 次关卡或更多，相关信息可在证监会官网或上市公司公告中查询。除去董事会预案到股东大会审议，证监会反馈意见到回复反馈意见两个环节发行人具有较大的自主权外，其余环节主导权均在监管机构手中，这也导致了过往不同个券审核耗时差异极大。

我们在《可转债专题报告一转债基础研究系列之二：转债监管变革的三生三世》（2017/2/28）中提到历史上转债发行多次实质性暂停，结合我们在《可转债专题报告：转债上市之路，一段曲折又充满诱惑的旅程》（2015/10/9）分析的过往个券上市审核耗时情形，可以发现转债审核机制存在较大的不确定性。

图 1：转债审核流程链条较长



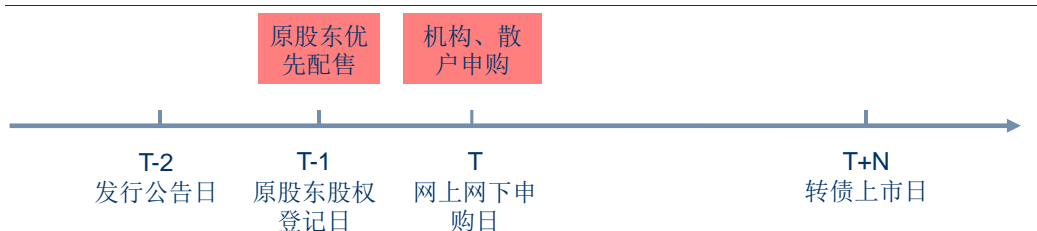
资料来源：Wind，中信证券研究部

发行打新繁复

与审核类似转债发行打新的流程较为繁复。可以分为两个环节，一是原股东优先配售（若有），二是原股东优先配售之后剩余的规模留给机构与散户申购，其设置与 IPO 打新既有不少相似之处但是细节上更为繁琐。

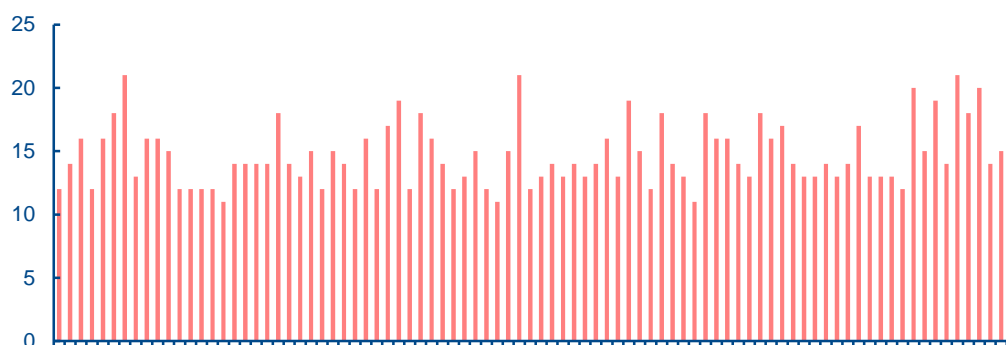
不同于审核流程耗时极具不确定性，转债发行打新的时间节奏较为明确，如图 3 所示，实践中大多数个券在 10-15 个交易日内完成发行到上市，间隔较为稳定。

图 2：转债发行打新流程繁复



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2006 年以来转债发行公告至上市日间隔基本稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部，以交易日计算

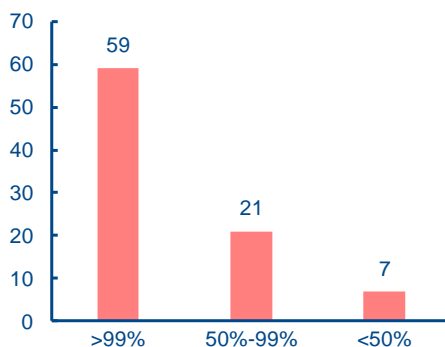
由于可转债的发行将会摊薄原股东每股收益，因此大多数可转债在发行时会设置原股东优先配售环节来进行补偿。配售环节的核心是配售规模与配售比例。配售规模指的是若原股东若全部参与能够获配转债发行规模的比例，配售比例则指的是每一股正股可以获配多少面值的转债。

配售规模方面，2006 年以来发行的 88 支转债中除浙能转债外均设置有原股东优先配售环节，但优先配售规模存在差异。87 支转债中，绝大多数原股东优先配售规模上限接近 100%，这意味着若原股东都进行申购，则转债将几乎完全配售给原股东，优先配售规模上限最低的是工行转债（发行规模 250 亿），仅为 30%。

配售比例方面，我们在《可转债基础研究系列之五——什么是抢权？我们需要怎样的抢权？》（2017/4/25）中有过统计，2006 年以来设置有优先配售环节转债的配售比例标准化（可比口径），每 100 元正股配售转债价值的均值与中位数均在 10 元附近。

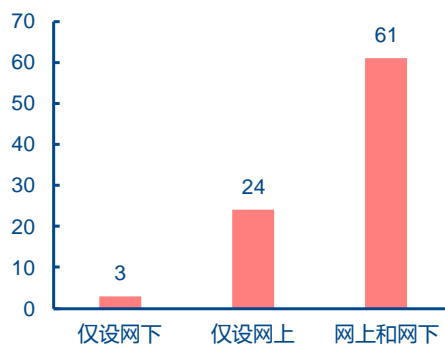
一般而言优先配售可以获得近乎无风险的收益，而原股东优先配售后的余额部分发行人可以采用网上网下相结合的方式或者仅采用网上或网下发行的方式，实践中绝大多数转债均选择网上网下相结合方式发行（图 5）。

图 4：原股东优先配售规模上限



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：优先配售后余额部分的发行方式



资料来源：Wind，中信证券研究部

转债发行机制迎来变革

前述我们将转债发行流程分为两个部分，目前两部分都呈现出一些新的变化。**转债审核流程耗时呈现出稳步压缩势头，新券打新拟改信用申购，我们判断其最终都是为转债的大规模发行做准备。**

审核流程耗时稳步压缩

根据前述仅有 2 个环节发行人具有较大的自主权，其余环节均受到监管指导。而监管是最大的不确定性，因此我们主要关注 5 个流程耗时：股东大会通过——证监会受理，证监会受理——反馈意见，反馈意见回复——上会，上会——收到批复，收到批复——启动发行。为了更加明显的观察变化趋势我们的统计数据集中在今年已经发行以及待发行个券。

从整体趋势来看，虽然各环节的不确定性依旧较大，但在年报期后审核流程开始出现逐步提速的苗头。

1、股东大会通过——证监会受理。近期接受材料的待发个券耗时大多集中在 10-30 个交易日，利欧股份甚至低于 10 个交易日。这一环节除去受到证监会材料审查速度影响外，主承与发行人配合准备审核材料的效率也至关重要。

2、证监会受理——反馈意见。5 月以来证监会反馈速度明显加速，缩短至 20 个交易日之内。

3、反馈意见回复——上会。上半年正值财报公布期因此上会速度存在较大的波动，年报期后新券上会开始逐步提速，理想状态下反馈意见回复后可在 20 个交易日内上会。

4、上会——收到批复。此环节是近期转债新券发行不确定性的主要来源，近期发行的模塑与久其均需要 60 多个交易日才能收到批复。监管层通过批复下发的速度来控制发行节奏。

5、收到批复——启动发行。虽然收到批复后发行人自主决定何时启动发行，从发行人角度来看大多意图尽快启动发行，但是实质发行时间依旧受到监管指导。

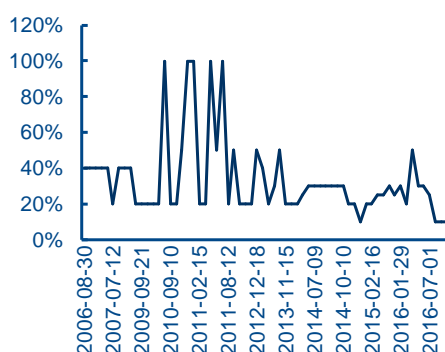
值得注意的是，“217”再融资新规以来可转债明确属于受鼓励品种，且后续审核或享有绿色通道，有理由相信其审核流程还存在较大的改进空间。

打新拟改信用申购

证监会官网 5 月 26 日公告称，为降低转债发行时冻结大规模资金对货币市场和债券市场带来的扰动，证监会拟进一步完善可转债发行方式（也包括可交换债），将现行的资金申购改为信用申购，取消申购环节预缴款调整为确定配售数量后再进行缴款。相应对《证券发行与承销管理办法》个别条款进行修订。转债发行打新机制或迎来重大变革。

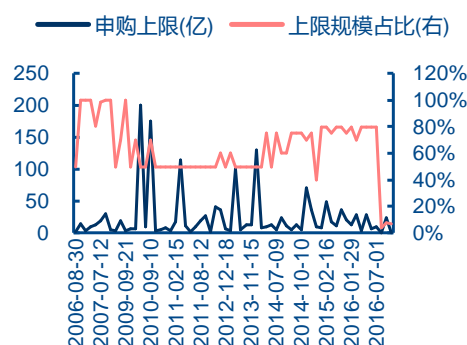
就原因而言，证监会明确表示是为解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题，IPO 新股发行早已不用冻结资金，如今转债改为信用申购也是大势所趋。

图 6：2006 年以来个券网下发行定金比例走势



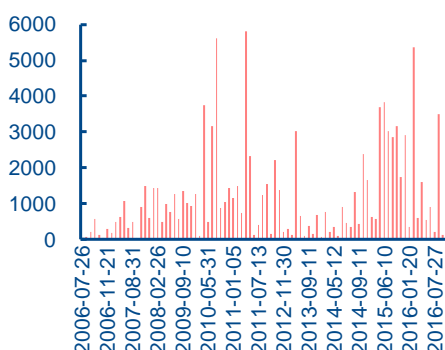
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：2006 年以来个券网下发行申购上限走势



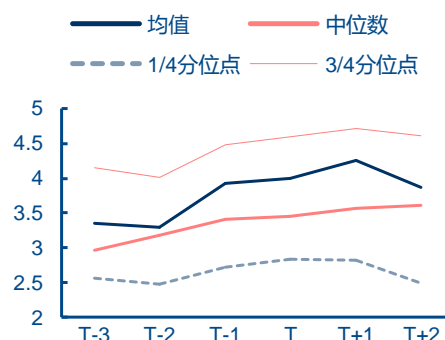
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：2006 年以来个券实际冻结资金（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：网下发行公告日前后资金利率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

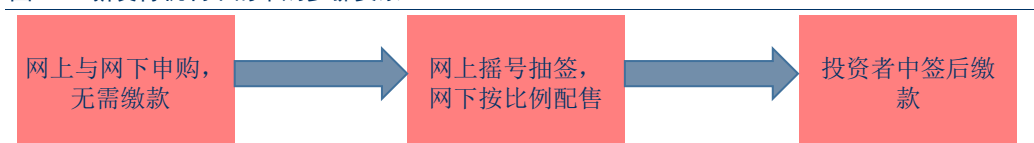
具体来讲，新规的变化主要体现在以下两点：

1、网下申购单个账户无需支付申购金额一定比例的定金，但须缴纳不超过 50 万元的申购保证金。保证金是承销商为约束网下机构投资者获配后不缴款的失信行为而设，保证金的处理方式会在发行公告中会作以详细说明。

2、网上申购投资者不再需要缴纳申购资金，承销商可根据发行规模设置合理的网上申购上限。网上建立了统一的违约惩戒机制，即 IPO、可转债和可交换债统一计算信用违约次数，若网上投资者连续 12 个月内累计 3 次违约，则 6 个月内不得参与新股、可转债和可交换债的申购。

申购步骤也会随之出现变化。由于具体的细则还未出台，我们仅将关键的要素列出（图 10）。

图 10：新发行机制下的申购步骤要素



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：旧发行机制下打新相关的时间节点

交易日	网上、网下发行相结合 网下发行安排	网上发行安排	仅采用网上发行
T-2 日	刊登募集说明书及其摘要、发行公告、网上路演公告		
T-1 日	网上路演；原股东优先配售股权登记日		
T 日	网下申购	网上申购	网上申购
T+1 日	网下机构投资者申购定金验资	-	申购资金验资
T+2 日	确定网下配售比例（中签率）	网上申购资金验资；确定中签率； 网上申购配号	确定中签；网上申购配号
T+3 日	退还未获配售的网下申购定金，网 下申购定金如有不足，需补足	刊登网上网下发行结果公告；网上 摇号抽签；网上清算交割和债权登 记	刊登网上中签率公告；摇号抽 签；网上清算交割和债权登记
T+4 日	-	刊登摇号抽签结果公告，投资者根 据中签号码确认认购数量；解冻未 中签的网上申购资金	刊登网上中签结果公告，投资 者根据中签号码确认认购数 量；解冻未中签的网上申购资 金

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

变革的潜在影响

随着转债发行两大环节开始出现新的变化，转债沿用已久的发行机制有望迎来重大的实质性变革。我们判断这一系列的制度变化预示着新券发行将会提速。目前待发预案数量已经超过 60 支，募集资金规模超过 2000 亿元，已经形成一个潜在的堰塞湖。但如果沿用旧的发行机制，一方面审核节奏较慢，另一方面打新对资金面形成压力，内外因素均形成掣肘。因此只有先在制度设计层面进行修正，才能为转债的发行提速做好准备。

审核耗时有望进一步压缩

虽然近期转债审核已经有提速的迹象，但是依旧存在不小的压缩空间，特别在反馈意见回复——上会环节。因此我们认为压缩的趋势还将继续，有几个方面值得进一步关注或者明确：

- 1、提高每一环节的信息透明度。**虽然基本所有关键节点均需要公告，但是仍旧有极个别个券并未公告，可以变通的是证监会网站上可以获取每周在会项目的进度表。
- 2、审核流程耗时逐步稳定，降低不确定性。**我们认为大致稳定的流程耗时可以给予市场积极的预期引导，防止对二级市场产生不必要的冲击。
- 3、通过批复的发放节奏来调节市场供给。**IPO 新股发行以及定增发行同样通过批复（批文）的发放节奏来调节市场供给，转债发行同样可以借鉴这一举措。

新政下转债打新或进一步“鸡肋”化

若转债打新最终改成信用申购，将会对一级与二级市场产生深远的影响。由于修订还在征求意见之中，因此目前暂无实质性采用信用申购转债新券发行，我们根据现有政策分析判断，未来转债打新可能会出现新的变化与趋势：

- 1、修订方案中网下机构申购预缴不超过 50 万元定金，网上申购无定金，**将会导致网上网下申购的差异减小，未来可能会更加明显的区分网上与网下申购的投资者对象；

2、为了区分网上和网下的差异，对于同时提供网下和网上申购选项的个券打新，网上申购上限可能进一步大幅降低，来避免个人投资者无序的大幅申购。若不对散户打新申购规模进行限制，单一网上打新模式或难以出现；

3、信用申购后参与转债打新的账户数量势必增多，进一步压低转债打新中签率。可能会变相提振投资者抢权热情，但正如我们在《可转债基础研究系列之五——什么是抢权？我们需要怎样的抢权？》中分析，转债抢权的实质是博弈正股收益；

4、转债上市价格可能承压，相反上市初期新券的性价比提升。一方面随手打新的账户上市初期可能迅速抛售筹码获利了结，另一方面占用资金成本明显降低账户打新的预期收益也随之降低，进而持有者可以接受一个更低的价格出售筹码；

5、近期发行转债单一账户网下申购上限均为 5000 万元，若新规实施后这一趋势延续叠加较低的中签率，将会进一步导致打新吸筹困难。

综合来看由于打新难以吸筹，通过单纯的转债打新难以有效地增厚账户业绩，用“鸡肋”一词形容较为贴切。相反我们更加建议投资者通过上市初期的高换手率时期来吸筹建仓，或者通过提前介入正股抢权。

打新收益率的测算的三大关键因素

抛开筹码的多少，转债打新最终成败体现在打新收益率上。无论发行机制如何变化，打新收益率的测算框架并不会变化。测算打新收益率可以分为三步，一是对原股东配售比例进行预测，二是估计中签率，三是测算转债上市价格。

为了方便测算我们将打新过程标准化，假设投资者在申购日（T 日）发起申购，发行面值为 100 元/张，中签的投资者将认购的转债在上市首日卖出获得损益。预期收益率的计算公式如下：

$$\text{年化打新收益率} = \text{转债上市涨跌幅} \times \text{中签率} \times \text{年化因子}$$

因此打新收益率主要是对两部分内容进行估计，转债上市价格与中签率。由于采用网上网下相结合方式发行转债均触发了双向回拨，而回拨原则是网上和网下中签率趋于一致。因此中签率的表达式如下：

$$\begin{aligned} \text{中签率} &= \text{申购余额} / \text{网下网上名义申购金额} \\ &= \text{发行额} \times (1 - \text{原股东优先配售比例}) / (\text{网下名义申购金额} + \text{网上申购金额}) \end{aligned}$$

优配比例与申购资金决定中签率

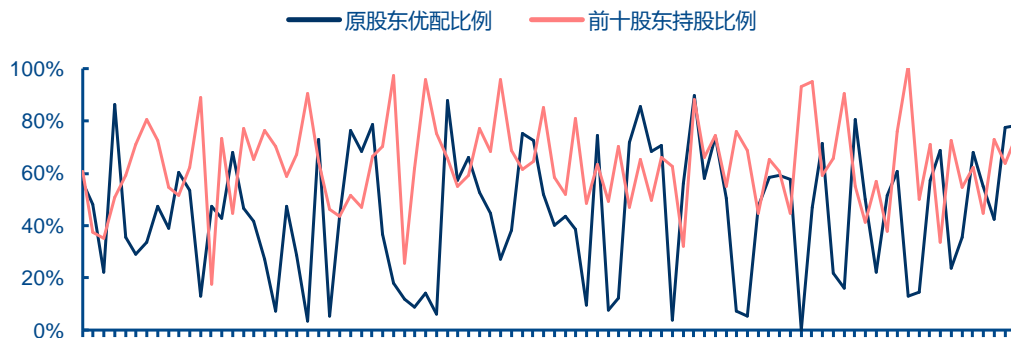
从中签率来看取决于原股东优配比例以及网上网下的名义申购金额。

优配比例散户配售意愿或下降

预测原股东优先配售比例时，其实是预测两部分，一是大股东以及机构配售意愿，二是其余散户配售意愿。从目前形势来看，对于大股东与机构而言持股比例相对较多，优先配售近乎于无风险收益，参与优先配售的意愿极高，对于散户而言虽然其收益与大股东和机构无异，但是由于持股数量较少，转债上市价格一般导致最终优配后收益的绝对数值较低，因此参与意愿反而有限。这背后的差异其实体现了不同类别投资者之前的风险偏好问题，散户的

风险偏好明显更高预期收益也更高，若未来牛市中转债上市价格明显提高则散户的优选意愿也会明显上升。

图 11：2006 年以来转债个券原股东优配比例 VS 前十股东持股比例



资料来源：Wind，中信证券研究部，以交易日计算

冻结资金参考近期发行个券

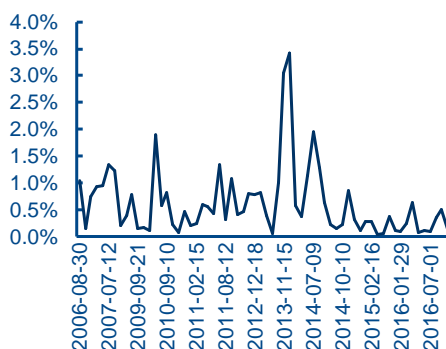
回顾历史转债打新中签率波动较大，且若新政实施过往的数据的可参考性更低。

由于双向回拨促使网上网下中签率等同，有机构参与的网下打新会占据绝大多数的可申购余额，因此在考虑冻结资金时主要考虑网下名义申购金额。考虑到信用申购下，机构投资者基本都会选择以申购上限规模参与，因此预估参与账户数，再乘以单一账户申购规模上限，可以估算出名义申购金额。

申购账户数量我们的分析逻辑如下：

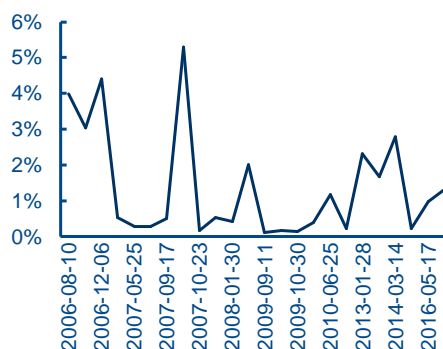
基准来自近期发行的新券，预计未来转债新券发行将会保持相对稳定的节奏，因此每支新券发行时存有数支可供参考的已发个券。在基准的基础上结合个券特征进行调整，软指标是上市价格，若上市价格低预期收益率降低参与账户或减少，且历史上也曾出现过上市破发情形，当然上市价格与中签率是一个双向动态平衡的过程，此消彼长。但是需要注意的是转债从发行到上市存在一定的时间间隔，期间正股波动较大可能会导致上市价格与发行时预期出现较大偏离；硬指标则是信用资质，部分账户受制于评级或者发行人资质而无法参与打新。

图 12：网下中签率（设有网下发行方式）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：网上中签率（仅有网上发行方式）



资料来源：Wind，中信证券研究部

上市价格预估是技术活

上市价格是另一个决定打新收益的关键因素。但在追求打新收益率高低之前，我们先关注上市价格是否会破发，这将会导致 0 和 1 的差别。

破发分析——股性债性同时保护不足

转债破发的核心原因是股性与债性同时保护不足。

2006 年以来的 88 支转债中，除去停止交易的蓝标转债，仅有徐工（98 元）、深燃（96.50 元）2 支转债上市开盘价直接破发，6 支转债在上市首日收盘价跌破面值，分别是徐工（94.92 元）、新钢（97.51 元）、深燃（99.08 元）、南山（99.11 元）、国电（99.50 元）、中行（99.92 元）。

1、股性保护不足。正股在发行至上市这一大约 2-3 周的间隔时间段明显下跌。我们统计了上述 6 支收盘价破面的转债对应正股股价在发行至上市期间的波动情况，结果发现 6 支转债的正股均表现出不同程度的亏损，跌幅最大可达-10.92%，最小达到-3.54%。

2、债性保护不足。当正股下跌情况较为严重时，转债债性明显增强。若市场平均 YTM 较高，特别是偏债性个券的 YTM 水平相对较高时，债性保护也可能不足以支撑转债价格高于面值。我们发现绝大多数破发个券的 YTM 利差较低，约为 100-300BP，债性保护相对有限。（详见《可转债专题（转债基础研究系列之六）——知往鉴今：什么是转债债性估值与底部》）（2017/5/23）

表 2：上市收盘价跌破面值的转债股债保护均弱

转债代码	转债名称	上市收盘价	发行公告日-上市日	转股溢价率 (%)	纯债溢价率 (%)	10 年期国债 YTM	YTM 利差 (BP)
127002.SZ	徐工转债	94.92	-7.43%	3.89	11.10	4.60%	240
110003.SH	新钢转债	96.50	-10.92%	37.00	10.61	4.17%	211
113006.SH	深燃转债	99.08	-6.02%	5.30	24.61	4.54%	491
110020.SH	南山转债	99.11	-5.70%	6.33	2.74	3.57%	135
110018.SH	国电转债	99.50	-3.54%	8.43	16.54	4.07%	321
113001.SH	中行转债	99.92	-9.67%	11.09	16.68	3.38%	240

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

总结来而言，转债发行机制正在经历着一次关键但影响深远的变革，其方向可能是减少对市场资金面的冲击，同时降低不同机构之间打新收益的差距，未来转债审核发行节奏势必加速，做好预期引导是关键，而转债打新朝着平均化低收益化且渐进鸡肋的方向发展。

附表 1：2017 年以来发行以及待发新券审核流程耗时

正股代码	正股简称	董事会预案-股东大会通过	股东大会通过-证监会受理	证监会受理-反馈意见	反馈意见-意见回复	意见回复-上会	上会-获得批复	获得批复-启动发行
601818.SH	光大银行	16			7	18	33	4
002142.SZ	宁波银行	14			7	18		
002597.SZ	金禾实业	13	150	31	17	82		
601211.SH	国泰君安	18			7	73	106	
000700.SZ	模塑科技	14	25	27	18	60	64	42
601099.SH	太平洋	9	56	37	12			
002279.SZ	久其软件	17	16	23	15	44	61	34
601998.SH	中信银行	105						
600845.SH	宝信软件	105	30					
002271.SZ	东方雨虹	14	16	29	15	49		
601222.SH	林洋能源	35	17	41	6	34		
002527.SZ	新时达	16	34	38	19	22		
300197.SZ	铁汉生态	9	71					

正股代码	正股简称	董事会预案 -股东大会通过	股东大会通过 -证监会受理	证监会受理 -反馈意见	反馈意见 -意见回复	意见回复 -上会	上会 -获得批复	获得批复 -启动发行
601012.SH	隆基股份	8	83		13			
000783.SZ	长江证券	11						
002807.SZ	江阴银行	16						
300059.SZ	东方财富	8	32					
603822.SH	嘉澳环保	12	20	17				
002249.SZ	大洋电机	15	16					
002562.SZ	兄弟科技	10	41					
002472.SZ	双环传动	14						
603027.SH	千禾味业	13	24	14				
002206.SZ	海利得	14	24					
600908.SH	无锡银行	15						
002284.SZ	亚太股份	13	16					
600183.SH	生益科技	14	29					
601128.SH	常熟银行	17						
002131.SZ	利欧股份	13	7	18				
601127.SH	小康股份	12	15					
601375.SH	中原证券	26						
002728.SZ	特一药业	19						
002130.SZ	沃尔核材	16	14					
002224.SZ	三力士	18						
002460.SZ	赣锋锂业	20	17					
603959.SH	百利科技	11						
002318.SZ	久立特材	13	20					
603421.SH	鼎信通讯	24						
300388.SZ	国祯环保	11						
300288.SZ	朗玛信息	12						
603738.SH	泰晶科技	11	14					
002273.SZ	水晶光电	15						
300407.SZ	凯发电气	15						
603179.SH	新泉股份	12						
002772.SZ	众兴菌业	12						
300370.SZ	安控科技	12						
002303.SZ	美盈森	12						
600566.SH	济川药业	12						
002707.SZ	众信旅游	12						
603007.SH	花王股份	12						
002099.SZ	海翔药业	11						
601966.SH	玲珑轮胎	11						
002658.SZ	雪迪龙	11						
300433.SZ	蓝思科技	13						
601929.SH	吉视传媒	9						
002078.SZ	太阳纸业	12						
002329.SZ	皇氏集团	11						

资料来源：Wind，中信证券研究部。以交易日计算

附表 2：设有网下配售环节的转债网下申购上限、定金比例情况

名称	发行额（亿）	定金比例	杠杆倍数	申购上限（亿）	上限规模占比
凯诺转债	4.3	40%	2.5	2.15	50%
招商转债	15.1	40%	2.5	15.10	100%
天药转债	3.9	40%	2.5	3.90	100%
上电转债	10	40%	2.5	10.00	100%
韶钢转债	15.38	40%	2.5	12.35	80%
中海转债	20	20%	5.0	19.75	99%
唐钢转债	30	40%	2.5	30.00	100%
五洲转债	5.4	40%	2.5	5.40	100%
柳工转债	8	40%	2.5	4.00	50%

名称	发行额（亿）	定金比例	杠杆倍数	申购上限（亿）	上限规模占比
新钢转债	27.6	20%	5.0	19.32	70%
西洋转债	2.65	20%	5.0	2.65	100%
龙盛转债	12.5	20%	5.0	6.25	50%
博汇转债	9.75	20%	5.0	6.83	70%
中行转债	400	20%	5.0	200.00	50%
铜陵转债	20	100%	1.0	10.00	50%
工行转债	250	20%	5.0	175.00	70%
塔牌转债	6.3	20%	5.0	3.15	50%
燕京转债	11.3	50%	2.0	5.65	50%
歌华转债	16	100%	1.0	8.00	50%
海运转债	7.2	100%	1.0	3.60	50%
国投转债	34	20%	5.0	17.00	50%
石化转债	230	20%	5.0	115.00	50%
川投转债	21	100%	1.0	10.50	50%
巨轮转 2	3.5	50%	2.0	1.75	50%
深机转债	20	100%	1.0	10.00	50%
中海转债	39.5	20%	5.0	19.75	50%
国电转债	55	50%	2.0	27.50	50%
恒丰转债	4.5	20%	5.0	2.25	50%
重工转债	80.5	20%	5.0	40.25	50%
南山转债	60	20%	5.0	36.00	60%
同仁转债	12.05	50%	2.0	6.03	50%
海直转债	6.5	40%	2.5	3.90	60%
民生转债	200	20%	5.0	100.00	50%
东华转债	10	30%	3.3	5.00	50%
隧道转债	26	50%	2.0	13.00	50%
徐工转债	25	20%	5.0	12.50	50%
平安转债	260	20%	5.0	130.00	50%
深燃转债	16	20%	5.0	8.00	50%
齐翔转债	12.4	25%	4.0	9.30	75%
国金转债	25	30%	3.3	12.50	50%
长青转债	6.3176	30%	3.3	4.73	75%
东方转债	40	30%	3.3	24.00	60%
冠城转债	18	30%	3.3	10.80	60%
通鼎转债	6	30%	3.3	4.50	75%
吉视转债	17	30%	3.3	12.75	75%
齐峰转债	7.6	30%	3.3	5.70	75%
浙能转债	100	20%	5.0	70.00	70%
洛钼转债	49	20%	5.0	36.75	75%
歌尔转债	25	10%	10.0	10.00	40%
格力转债	9.8	20%	5.0	7.84	80%
电气转债	60	20%	5.0	48.00	80%
航信转债	24	25%	4.0	18.00	75%
蓝标转债	14	25%	4.0	11.20	80%
三一转债	45	30%	3.3	36.00	80%
国贸转债	28	25%	4.0	21.00	75%
九州转债	15	30%	3.3	12.00	80%
广汽转债	41.0558	20%	5.0	28.73	70%
顺昌转债	5.1	50%	2.0	4.08	80%
白云转债	35	30%	3.3	28.00	80%
江南转债	7.6	30%	3.3	6.08	80%
海印转债	11.11	25%	4.0	8.88	80%
洪涛转债	12	10%	10.0	0.50	4.2%
光大转债	300	10%	10.0	24.00	8.0%
骆驼转债	7.17	10%	10.0	0.50	7.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

附表 3：仅设有网上配售方式的转债申购上限情况

名称	发行额（亿）	申购上限（亿）	上限规模占比
柳化转债	3.07	3.07	100%
华发转债	4.3	4.30	100%
金鹰转债	3.2	3.20	100%
巨轮转债	2	2.00	100%
澄星转债	4.4	4.40	100%
锡业转债	6.5	6.50	100%
山鹰转债	4.7	4.70	100%
恒源转债	4	4.00	100%
赤化转债	4.5	4.50	100%
大荒转债	15	15.00	100%
海马转债	8.2	8.20	100%
南山转债	28	17.00	61%
厦工转债	6	6.00	100%
安泰转债	7.5	7.50	100%
王府转债	8.21	8.21	100%
双良转债	7.2	7.20	100%
美丰转债	6.5	6.50	100%
中鼎转债	3	3.00	100%
泰尔转债	3.2	3.20	100%
华天转债	4.61	4.61	100%
久立转债	4.87	4.87	100%
汽模转债	4.2	4.20	100%
辉丰转债	8.45	8.45	100%
永东转债	3.4	0.34	10%

资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

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

评级说明

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

其他声明

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

法律主体声明

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

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

针对不同司法管辖区的声明

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

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

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

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

一般性声明

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

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

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

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

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。