

# 转债生命路径与转股价条款全解读

2016年3月21日

## 投资要点

- ❖ 可转债的复杂性很大程度上体现在其条款上，换股价、下修、赎回、回售等各式各样的条款的影响使得具体可转债标的的生命路径存在差异，条款的初始设置也直接影响转债的性价比与分析模式，更是后续分析转债市场价格驱动力的基础步骤。本篇报告作为转债基础研究系列之三，将回归转债基础条款设置，关注现行规则下转债生命路径、初始转股价、转股价下修等三方面问题的方方面面。
- ❖ **条款你我他——并非所有条款都必须。**我们在分析可转债纷繁复杂的条款时，主要关注两个问题，一是条款是否为必要条款，二是条款的定义。根据现行的《上市公司证券发行管理办法》，我们将可转债条款分为十一大类，总结发现大多数的条款均属于必要条款，尽管目前发行的转债均有相应设置，但转债核心的赎回、回售等条款却是可选条款。而从条款本身出发我们认为主要有三方面问题值得关注，一是**历史转债的生命路径**；二是**初始转股价如何设置**；三是**发行人下修转股价的行为模式**。
- ❖ **生命路径——大多数转债成功转股。**通过历史数据我们发现转债结束生命周期的方式只有两种，到期赎回或是提前赎回。在2000年结束生命周期的104支个券中，85.58%的可转债以提前赎回方式到期；2006年至今，74支结束生命周期个券中，仅有5支未能触发提前赎回条款。但是单纯从生命路径并不能明确转债个券最终转股的数量，我们将赎回、回售以及转股三类条款导致转债余额变化的数据进行了描述性统计，证实了大多数个券均实现转股。对比生命路径的统计情况可以发现，即使个券不触发提前赎回这样的“促转股”条款，仍有可能实现转股目标。我们认为投资者会从三个角度来考虑转股事宜，一是将赎回价格与转股价值相对比；二是在存续期时将转债价格与转股价值相对比；三从预期角度来看，即使转债到期结束时转股价值暂时低于赎回价格，但若对正股持有较强信心且账户允许持有正股，投资者可能会选择暂时亏损转股。**整体而言，转债转股依旧是大概率事件。**
- ❖ **初始转股价大多贴近下限。**我们将2006年以来共发行的86支可转债根据初始转股价相对下限溢价与否分为两类，第一类转债初始转股价与下限基本一致；第二类转债初始转股价在下限基准上浮一定比例。对比两类转债我们总结出三点结论，第一点是**绝大多数可转债初始转股价将会贴近监管规定的下限发行**；第二点是**即使存在溢价率，大多数溢价率也较低，上市价格不破发是底**；第三点是**破净个股更加可能选择以净资产为初始转股价**。
- ❖ **下修大概率在面临回售压力时实施。**转股价下修条款属于发行人选择条款，即使满足了触发条件，是否下修转股价取决于发行人意愿。2006年后除去无条件回售条款的大盘转债共有46支转债曾经触发下修，按照时间段统计共触发90次，其中回售期内触发39次；实际下修方面，共有17支转债下修22次，其中18次在回售期内下修。总结来看，由于多数发行人并不愿意还本，且下修是单项选择权，因此到万不得已的时候有动力下修转股价，但**大多数情况下会等到回售期开始后**进行下修。另外，根据监管规则，转股价下修同样限制了下限，因此**存在发行人不会完全下修的可能**：一是同样受制于监管，下修后转股价不能低于每股净资产；二是发行人董事会主动选择较下修下限上浮一定比例。



## 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. 可转债专题：转债基础研究系列——转债监管变革的三生三世.....2017-02-28
2. 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

条款你我他——并非所有条款都必须 .....	1
生命路径——大多数转债成功转股 .....	1
初始转股价大多贴近下限 .....	3
下修大概率在面临回售压力时实施 .....	4

## 插图目录

图 1：2000 年以来退市转债生命路径 .....	2
图 2：大部分选择回售期内下修 .....	6
图 3：回售期触发实施下修比例较高 .....	6

## 表格目录

表 1：证监会可转债监管规则对条款的规定 .....	1
表 2：转债个券转股比例较高 .....	2
表 3：转债个券绝大多数实现转股 .....	2
表 4：大多数转债贴近下限设置初始转股价 .....	3
表 5：初始转股价溢价个券溢价比例有限 .....	3
表 6：2006 年以来上市转债转股价下修情况 .....	5
表 7：2006 之前上市转债转股价下修情况 .....	5
表 8：2006 年以来上市转债转股价下修后平价小于 90 元个券 .....	6
附表 1：可转债个券发行规模、回售、赎回、生命周期、转股比例等详细情况 .....	6
附表 2：2006 年后初始转股价与下限基本一致的个券 .....	8
附表 3：2006 年后初始转股价在下限基准上浮一定比例的个券 .....	9

可转债的复杂性很大程度上体现在其条款上，换股价、下修、赎回、回售等各式各样的条款影响了可转债的生命路径，条款的初始设置也直接影响转债的性价比与分析模式，更是后续分析转债市场价格驱动力的基础步骤。本篇报告作为转债基础研究系列之三，将回归转债基础条款设置，关注现行规则下转债生命路径、初始转股价、转股价下修等三方面问题的方方面面。

## 条款你我他——并非所有条款都必须

从转债的定义来看其条款众多且复杂，但当我们分析转债条款的时候其实包含有两个问题，一是条款是否为必要条款，二是条款的定义。追本溯源，目前可转债条款均受《上市公司证券发行管理办法》的约束，总结来看可转债条款可以分为十一大类。

表 1：证监会可转债监管规则对条款的规定

监管要求		是否为必要条款
期限	最短为一年，最长为六年	是
面值	每张面值一百元	是
利率	可转换公司债券的利率由发行公司与主承销商协商确定，但必须符合国家的有关规定	是
评级	公开发行可转换公司债券应当委托具有资格的资信评级机构进行信用评级和跟踪评级 资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告	是
担保	公开发行可转换公司债券，应当提供担保，但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 证券公司或上市公司不得作为发行可转债的担保人，但上市商业银行除外	是
转股期	可转换公司债券自发行结束之日起六个月后方可转换为公司股票	是
转股价	转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价	是
赎回	募集说明书可以约定赎回条款，规定上市公司可按事先约定的条件和价格赎回尚未转股的可转换公司债券	
回售	募集说明书可以约定回售条款，规定债券持有人可按事先约定的条件和价格将所持债券回售给上市公司 募集说明书应当约定,上市公司改变公告的募集资金用途的，赋予债券持有人一次回售的权利	
转股价调整	募集说明书应当约定转股价格调整的原则及方式。发行可转换公司债券后，因配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起上市公司股份变动的，应当同时调整转股价格 集说明书约定转股价格向下修正条款的，应当同时约定：	(是)
转股价下修	（一）转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上同意。股东大会进行表决时，持有公司可转换债券的股东应当回避； （二）修正后的转股价格不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价	

资料来源：《上市公司证券发行管理办法》，中信证券研究部；

从表一来看大多数可转债条款均属于必要条款，尽管目前发行的转债均有相应设置，但核心的赎回、回售等条款却是可选条款。从条款本身出发我们认为主要有三方面问题值得关注，一是历史转债的生命路径，大多数转债以何种方式结束生命周期并退市，结合可以进一步判断发行人的转股意愿；二是初始转股价如何设置，在降低稀释率保护原股东利益与降低发行难度惠及投资者的矛盾之中如何平衡；三是发行人下修转股价的行为模式，可以为抓住条款时点博弈提供指引。

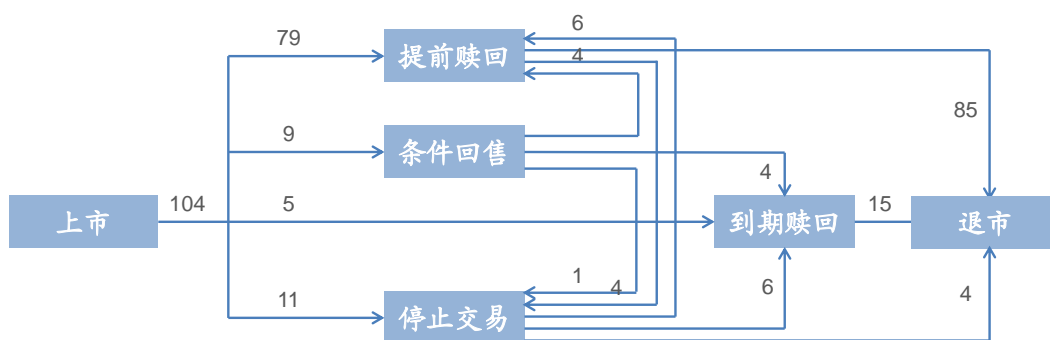
## 生命路径——大多数转债成功转股

转债的转股预期是影响转债价格的重要因素，不同预期下转债价格的分析模式存在较大差别，因此有必要基于历史过往数据来探究转债的生命路径。

从条款出发，转债上市到退市有四类条款可能会更改其存续路径（以改变交易性质与存量规模为标志），包括提前赎回、条件回售、停止交易、到期赎回。由于附加回售条款不确定性较大难以预期，且历史出现次数有限因此暂不考虑。需要明确的是上述四类可能改变转债生命路径的条款可以相互组合，因此如图 1 所示转债实际路径远多于四条。

通过回溯历史可以发现转债结束生命周期的方式只有两种，到期赎回或是提前赎回。2000年结束生命周期的104支个券中，以提前赎回方式到期的达到89支，占比达到85.58%。进一步将时间段缩短至现行条款实施的2006年至今，74支结束生命周期个券中，仅有5支（澄星转债、唐钢转债、新钢转债、博汇转债以及双良转债）未能触发提前赎回条款。

图1：2000年以来退市转债生命路径



资料来源：Wind，中信证券研究部，

但是单纯从生命路径并不能确认转债个券最终转股的数量。能够导致转债余额发生变化的行为有三类：赎回、回售以及转股，细分则是五种：提前赎回、到期赎回、条件回售、附加回售以及转股，其中提前赎回、到期赎回是发行人主动强制条款，若转债持有人未选择转股或者回售则其持有的转债份额会被发行人赎回；条件回售、附加回售以及转股则是投资人主动条款，只有投资者主动申报才会将持有转债份额回售给发行人，否则则是无条件放弃当期回售权。倘若个券先触发条件回售后又提前赎回，或者干脆直接到期赎回，均无法直接表明投资者实际转股的比例。因此我们将赎回、回售以及转股三类条款导致转债余额变化的数据进行了分别统计。

从表2中可以发现，绝大多数个券余额均以转股结束，表3中若以发行额99%都转股为限制，则有78.85%的个券满足要求，若放宽至95%限制，则满足个券的比例上升至90%以上，因此可以明确的是大多数个券均实现了转股。与前述生命周期统计相对比，进一步可以发现即使个券不触发提前赎回这样的“促转股”条款，仍有可能实现转股目标，例如阳光转债。投资者会从三个角度来考虑转股事宜，一是将赎回价格与转股价值相对比，无论是提前赎回还是到期赎回，理性投资者均会做出最优选择；二是在存续期时将转债价格与转股价值相对比，若转股价值高于转债价格，即转股溢价率为负时投资者转股相对可能更优，同时可能会吸引一定的套利参与者；三从预期角度来看，即使转债到期结束时转股价值暂时低于赎回价格，但若对正股持有较强信心且账户允许持有正股，则投资者可能会选择暂时亏损转股。总的来看，转债转股依旧处于大概率事件。

表2：转债个券转股比例较高

	最小值	1/4 位置	1/2 位置	3/4 位置	最大值	均值
转股比例（%）	0.00	99.15	99.77	99.92	100.00	94.83

资料来源：wind，中信证券研究部整理；

表3：转债个券绝大多数实现转股

描述	个券支数	占比
转股比例超过发行额99%	89	78.95%
转股比例超过发行额95%	94	90.38%
转股比例超过发行额90%	97	93.27%
转股比例超过发行额50%	100	96.15%

资料来源：wind，中信证券研究部整理；



## 初始转股价大多贴近下限

在转债发行时，初始转股价的高低将会直接影响新券上市的价格以及收益情况。根据监管规定，转债初始换股价下限为募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价孰高者，因此有必要关注在实际发行中发行人会如何设置初始转股价。

我们将 2006 年新规实施以来所有转债标的初始转股价进行梳理，并将其与新规规定的下限进行比较，在数据处理的过程中针对以下几个问题对数据进行了调整与修改：

(1) 针对前二十日均价的计算方式来说，绝大部分公司选择的是“前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量”的计算方式，但也有部分公司使用前二十日收盘价的算术平均作为前二十日均价。

(2) 部分公司在计算前一日均价时，若存在公告日前一日正股停牌，则使用往前递推一日的股票均价；在计算前二十日均价时，若此期间存在正股停牌的情况，则往前递推选取公告日之前正股存在交易的二十日来计算均价。

(3) 极少数公司在《募集说明书》公告日的前二十日内进行了除息、除权处理，此时需要依据其公告对数据进行修正，大部分公司则会避开此时间段。

2006 年以来共发行有 86 支可转债（包含已公布可转债募集说明书的光大银行转债），其初始转股溢价率规律也十分明显，根据溢价与否分为两类。（具体数据详见附表 2、3）

第一类转债初始转股价与下限基本一致（初始转股价溢价水平在 0.5% 以内）。86 支转债标中有 63 支的初始转股价格与新规规定的下限基本相等，比例高达 73.26%；

第二类转债初始转股价在下限基准上浮一定比例（初始转股价溢价水平大于 0.5%）。这类转债占比为 23.46%。通过对这类转债初始转股价溢价水平的统计分析我们发现，23 支标的中仅有 5 支（分别为上电、中海、久立、三一、江南转债）上浮比例超过 5%，其中溢价最高者为 2016 年上市的三一转债，其初始转股价溢价水平高达 13.29%。

表 4：大多数转债贴近下限设置初始转股价

类别	描述	标的支数	占比
第一类	初始转股价与下限基本一致	63	73.26%
第二类	初始转股价在下限基准上浮一定比例	23	26.74%
总计		86	100%

资料来源：wind，中信证券研究部整理；

表 5：初始转股价溢价个券溢价比例有限

	最小值	1/4 位置	1/2 位置	3/4 位置	最大值	均值
溢价率（%）	0.84	1.02	1.94	4.29	13.29	3.18

资料来源：wind，中信证券研究部整理；

我们可以根据实践总结出几点结论：

1、绝大多数可转债初始转股价将会贴近监管规定的下限发行。我们认为公开发行机制的存在，使得设置一定的初始转股溢价将会对上市价格形成压力，一方面破发可能性增大，会导致发行难度增加；另一方面也会降低原股东优先配售的收益。

2、即使存在溢价率，大多数溢价率也较低，上市价格不破发是潜在底线。从初始转股价溢价率超过 10% 中海转债与三一转债发行时的背景来看，均处于存量市场估值高企的阶段，给予了发行人高溢价发行信心。

3、破净个股选择更加可能选择以净资产为初始转股价下限。最新发行的光大转债与历史上的徐工转债皆为此例，虽然历史上也存在破净发行的案例，但我们预计未来个券初始转股价以净资产为下限可能性较大。

## 下修大概率在面临回售压力时实施

相比于赎回与回售条款属于强制触发条款，转股价下修条款则属于发行人选择条款，即使满足了触发条件，是否下修转股价取决于发行人意愿。

2006 年前后由于监管规定的区别导致下修条款的设置存在明显区别。2006 年之前转债条款设计适用 1997 年《可转换公司债券管理暂行办法》，其中对下修条款并没有具体的规定，实践中 2006 年之前上市的转债下修条款中几乎都给予董事会一定的自主下修权限，而不需经过股东大会审议，仅要求下修幅度超过权限时需提交股东大会审议，相关条款为：触发下修条款后，公司董事会有权以不超过 10% 的幅度降低转股价格。修正幅度超过 10% 时，由董事会提议，股东大会通过后实施。2006 年后随着《上市公司证券发行管理办法》的颁布下修条款有了更为详尽的规定，《办法》明确规定了下修转股价需提交股东大会审议，同时下修后的转股价不得低于股东大会召开前一日正股交易均价和前二十日均价高者，实践中还一般会加上同时不得低于最近一期经审计的每股净资产以及股票面值。

$$S' \geq \max(AP1, AP20, BV, 1)$$

其中  $S'$  为下修后转股价， $APn$  为前  $n$  日均价， $BV$  为每股净资产

鉴于监管规定不同导致具体实践差异较大，因此我们将 2006 年作为分界点观察前后两时间段转债下修历史情况。

2006 年前 16 支转债下修 33 次，有 29 次为董事会自主下修，3 次为条款设定强制下修（华电），仅有 1 次提交股东大会批准后下修。由于董事会自主下修规避了提交股东大会审议议案被否决的风险，因此多支转债不惜增加下修次数，每次下修幅度定为权限上限，经过多次频繁下修将转股价下修到位缓解回售压力，例如山鹰转债历史上均下修了五次，为所有转债下修次数之最。

2006 年后除去无条件回售条款的大盘转债共有 46 支转债曾经触发下修，按照时间段统计共触发 90 次，其中回售期内触发 39 次；实际下修方面，共有 17 支转债下修 22 次，其中 18 次在回售期内下修，仅有 4 支（山鹰转债 110567.SH、南山转债 110002.SH、巨轮转 2129031.SZ、中海转债 10017.SH）在回售起始日前进行下修。但山鹰转债在进入回售期前半年选择下修，当时山鹰正股价格已经跌破回售触发线，若不进行修正进入回售后极有可能立即触发回售，因此可以认为山鹰转债也是在感受到回售压力时选择下修。

总结来看，发行人选择下修换股价具有明显的规律性，由于多数发行人并不愿意还本，且下修是单项选择权，因此到万不得已的时候有动力下修转股价，若正股价格持续低迷低于回售触发价格则可能在进回售期前便修正，但大多数情况下会等到回售期开始后下进行。值得注意的是由于下修预案需要股东大会投票审议，发行人同样有动力来推动下修预案审议通过。例如博汇转债 2012 年 10 月 30 日实第一次下修转股价，由于股东大会表决时持有转债股东需回避，大股东为推动议案通过，在股东大会召开前期将所持有转债全部减持完毕获得股东大会下修议案表决权推动议案成行。

根据监管规则，转股价下修同样限制了下限，因此存在发行人不会完全下修的可能，

下修的目的是为了立刻提高转债平价，根据监管规则下修后转股平价上限可以达到 100 元附近，但仍有部分转债下修后平价依旧明显低于 100 元。主要有两类原因，一是同样受制于监管，下修后转股价不能低于每股净资产，若正股市净率小于 1，则下修后转股价依旧高于当时正股股价，例如新钢转债、博汇转债等；二是发行人董事会主动选择较下修下限上浮一定比例，例如金鹰转债、海马转债等。由于下修后平价仍然明显低于 100 元，若正股走势继续疲软，则触发回售概率依旧较大。

以新钢转债、五洲转债为例，新钢转债 2013 年 5 月 7 日发行人实施下修，董事会提议将转股价下修至每股净资产（5.41 元）并获股东大会通过，实施下修当日平价 90.76 元，后随着正股走势疲软，发行人被迫于 2013 年 8 月 2 日公告实施回售。五洲转债 2008 年 10 月 17 日实施下修，董事会提议转股价下修至前二十日股票交易均价 130%并获股东大会通过，实施下修日平价仅为 70.61 元，若平价连续 30 日小于 70 元便满足回售触发条件（实际并未触发）。

表 6：2006 年以来上市转债转股价下修情况

上市年份	名称	代码	下修次数	实施下修日
2006	金鹰转债	110232.SH	1	2008-10-15
2007	山鹰转债	110567.SH	1	2009-04-22
2007	恒源转债	110971.SH	2	2008-07-14      2008-09-18
2007	赤化转债	110227.SH	1	2008-10-21
2007	大荒转债	110598.SH	1	2008-09-26
2008	海马转债	125572.SZ	2	2008-08-25      2008-11-07
2008	五洲转债	110368.SH	1	2008-10-17
2008	柳工转债	125528.SZ	1	2008-11-26
2008	南山转债	110002.SH	1	2009-03-16
2008	新钢转债	110003.SH	3	2011-12-23      2012-09-19      2013-05-08
2009	博汇转债	110007.SH	2	2012-10-31      2014-07-16
2010	双良转债	110009.SH	1	2011-10-10
2010	燕京转债	126729.SZ	1	2012-03-26
2011	中鼎转债	125887.SZ	1	2011-10-17
2011	巨轮转 2	129031.SZ	1	2012-08-01
2012	重工转债	113003.SH	1	2012-08-30
2014	中海转债	110017.SH	1	2014-08-14

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 7：2006 之前上市转债转股价下修情况

上市年份	名称	代码	下修次数	实施下修日
2002	阳光转债	100220.SH	1	2002-12-14
2002	丝绸转 2	126301.SZ	3	2003-03-08      2004-06-09      2005-09-28
2003	丰原转债	125930.SZ	1	2005-08-03
2003	华电转债	100726.SH	4	2003-12-05      2004-12-06      2005-06-03      2005-12-06
2003	山鹰转债	100567.SH	5	2003-12-16      2004-07-26      2005-01-06      2005-05-25      2005-07-27
2003	华西转债	125936.SZ	3	2005-12-13      2006-02-16      2006-05-09
2003	邯钢转债	110001.SH	1	2004-11-29
2003	首钢转债	125959.SZ	4	2004-11-24      2005-01-07      2005-08-29      2006-02-23
2004	江淮转债	110418.SH	2	2004-11-30      2005-01-31
2004	歌华转债	110037.SH	1	2005-06-06
2004	创业转债	110874.SH	3	2005-08-01      2006-01-09      2006-05-24
2004	华菱转债	125932.SZ	1	2005-05-19
2004	金牛转债	125937.SZ	1	2005-11-24
2004	晨鸣转债	125488.SZ	1	2006-09-21
2004	南山转债	110219.SH	1	2005-06-15
2004	包钢转债	110010.SH	1	2005-06-03

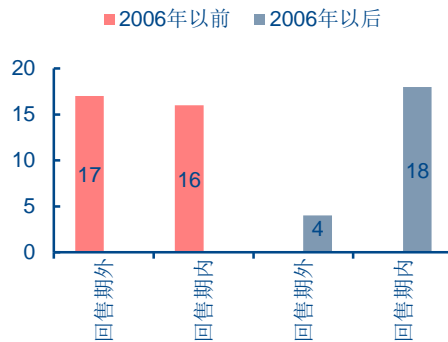
资料来源：Wind，中信证券研究部

表 8：2006 年以来上市转债转股价下修后平价小于 90 元个券

上市年份	名称	代码	下修实施日	下修后平价	下修前转股价	下修后转股价	下修日正股价	备注
2006	金鹰转债	110232.SH	2008-10-15	79.27	4.77	3.55	2.83	每股净资产 3.45，上浮 3.5%
2007	恒源转债	110971.SH	2008-09-18	71.62	30.09	15.75	11.28	下修到前二十日均价
2008	海马转债	125572.SZ	2008-08-25	75.55	18.28	5.03	3.80	下修到前二十日均价*103%；
2008	海马转债	125572.SZ	2008-11-07	86.39	5.03	3.60	3.11	董事会提议下修到 3.6 元
2008	五洲转债	110368.SH	2008-10-17	70.61	10.07	4.73	3.34	下修到前二十日均价*130%
2008	柳工转债	125528.SZ	2008-11-26	89.98	26.42	11.58	10.42	下修到前一日均价上浮 1%
2008	新钢转债	110003.SH	2011-12-23	66.17	8.04	6.50	5.02	董事会提议下修到 6.5 元
2008	新钢转债	110003.SH	2012-09-19	70.24	6.47	5.88	4.13	下修到每股净资产 5.87 元
2009	博汇转债	110007.SH	2012-10-31	76.30	10.29	6.16	4.70	下修到每股净资产 6.16 元
2010	双良转债	110009.SH	2011-10-10	72.12	20.81	13.63	9.83	下修到前二十日均价 120%
2014	中海转债	110017.SH	2014-08-14	77.08	8.60	6.24	4.59	下修到每股净资产 6.24 元

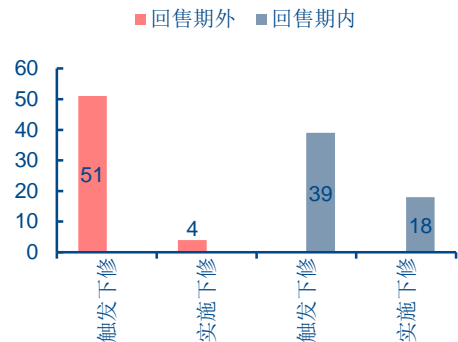
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：大部分选择回售期内下修



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：回售期触发实施下修比例较高



资料来源：Wind，中信证券研究部，从 2006 年后开始统计，除去无条件回售条款个券

附表 1：可转债个券发行规模、回售、赎回、生命周期、转股比例等详细情况

代码	名称	发行规模(亿)	回售(张)	提前赎回(张)	到期赎回(张)	转股比例(%)	生命周期
100009.SH	机场转债	13.50		274,120		97.97	提前赎回
125898.SZ	鞍钢转债	15.00			34,300	99.77	停止交易——到期
100220.SH	阳光转债	8.30			162,870	98.04	到期
125002.SZ	万科转债	15.00		60,239		99.60	提前赎回
100087.SH	水运转债	3.20		4,410		99.86	提前赎回
126301.SZ	丝绸转债 2	8.00		458,631		94.27	提前赎回
125729.SZ	燕京转债	7.00			1,476	99.98	到期
125629.SZ	钢钒转债	16.00		7,978		99.95	提前赎回
100016.SH	民生转债	40.00			4,480	99.99	到期
100177.SH	雅戈转债	11.90			188,780	98.41	到期
125930.SZ	丰原转债	5.00		13,267		99.73	停止交易——提前赎回
125630.SZ	铜都转债	7.60		13,332		99.82	停止交易——提前赎回
100726.SH	华电转债	8.00		121,040		98.49	提前赎回
100567.SH	山鹰转债	2.50		8,480		99.66	停止交易——提前赎回
100236.SH	桂冠转债	8.00	289,820		358,400	91.90	回售——到期
100795.SH	国电转债	20.00		13,750		99.93	提前赎回
100117.SH	西钢转债	4.90		9,870		99.80	提前赎回
125936.SZ	华西转债	4.00		210,944		94.73	提前赎回
100096.SH	云化转债	4.10			10,760	99.74	停止交易——到期
100196.SH	复星转债	9.50		25,520		99.73	停止交易——提前赎回
110001.SH	邯钢转债	20.00		27,210		99.86	提前赎回
125959.SZ	首钢转债	20.00		497,825		97.51	提前赎回



代码	名称	发行规模(亿)	回售(张)	提前赎回(张)	到期赎回(张)	转股比例(%)	生命周期
125069.SZ	侨城转债	4.00		5,904		99.85	提前赎回
110418.SH	江淮转债	8.80		17,030		99.81	停止交易——提前赎回
110037.SH	歌华转债	12.50			13,910	99.89	停止交易——到期
110317.SH	营港转债	7.00		63,390		99.09	提前赎回
110874.SH	创业转债	12.00	8,239,020	3,120		31.32	回售——提前赎回
125932.SZ	华菱转债	20.00	115,070	6,444		99.39	回售——提前赎回
125937.SZ	金牛转债	7.00		380		99.99	停止交易——提前赎回
125822.SZ	海化转债	10.00		1,107		99.99	提前赎回
125488.SZ	晨鸣转债	20.00		5,522		99.97	提前赎回
126002.SZ	万科转2	19.90		38,696		99.81	提前赎回
110219.SH	南山转债	8.83		52,290		99.41	提前赎回
110010.SH	包钢转债	18.00			13,430	99.93	停止交易——到期
110036.SH	招行转债	65.00			15,170	99.98	停止交易——到期
110423.SH	柳化转债	3.07		9,620		99.69	提前赎回
110325.SH	华发转债	4.30		244		99.99	提前赎回
110398.SH	凯诺转债	4.30		2,450		99.94	提前赎回
125024.SZ	招商转债	15.10		6,159		99.96	提前赎回
110488.SH	天药转债	3.90		20,070		99.49	提前赎回
110232.SH	金鹰转债	3.20		4,190		99.87	提前赎回
110021.SH	上电转债	10.00		271,190		97.29	提前赎回
128031.SZ	巨轮转债	2.00		22,023		98.90	提前赎回
125717.SZ	韶钢转债	15.38		10,631		99.93	提前赎回
110078.SH	澄星转债	4.40	964,910		1,040,410	54.42	回售——到期
125960.SZ	锡业转债	6.50		56,032		99.14	提前赎回
110026.SH	中海转债	20.00		118,270		99.41	提前赎回
110567.SH	山鹰转债	4.70		10,880		99.77	提前赎回
110971.SH	恒源转债	4.00		6,240		99.84	提前赎回
110227.SH	赤化转债	4.50		117,910		97.38	回售——提前赎回
110598.SH	大荒转债	15.00	100	34,460		99.77	提前赎回
125709.SZ	唐钢转债	30.00	25		29,998,906	0.00	回售——到期
125572.SZ	海马转债	8.20		91,256		98.89	提前赎回
110368.SH	五洲转债	5.40		14,040		99.74	提前赎回
125528.SZ	柳工转债	8.00		5,164		99.94	提前赎回
110002.SH	南山转债	28.00		52,290		99.81	提前赎回
110003.SH	新钢转债	27.60	24,150		27,574,810	0.00	回售——到期
110004.SH	厦工转债	6.00	80	7,320		99.88	提前赎回
110005.SH	西洋转债	2.65		5,960		99.78	提前赎回
110006.SH	龙盛转债	12.50		29,630		99.76	提前赎回
125969.SZ	安泰转债	7.50		21,495		99.71	提前赎回
110007.SH	博汇转债	9.75			144,990	98.51	到期
110008.SH	王府转债	8.21		5,100		99.94	提前赎回
128004.SZ	久立转债	4.87		8,529		99.82	提前赎回
113001.SH	中行转债	400.00		258,220		99.94	提前赎回
125731.SZ	美丰转债	6.50		27,814		99.57	提前赎回
126630.SZ	铜陵转债	20.00		47,857		99.76	提前赎回
113002.SH	工行转债	250.00		142,360		99.94	提前赎回
128233.SZ	塔牌转债	6.30		3,165		99.95	提前赎回
126729.SZ	燕京转债	11.30	2,622,681	25,423		76.57	回售——提前赎回——停止交易
110011.SH	歌华转债	16.00		136,000		99.15	提前赎回
110012.SH	海运转债	7.20		13,220		99.82	提前赎回
110013.SH	国投转债	34.00		116,020		99.66	提前赎回
125887.SZ	中鼎转债	3.00		14,798		99.51	提前赎回——停止交易
110015.SH	石化转债	230.00		527,760		99.77	提前赎回
110016.SH	川投转债	21.00		331,560		98.42	提前赎回
129031.SZ	巨轮转2	3.50		119,059		96.60	提前赎回

代码	名称	发行规模(亿)	回售(张)	提前赎回(张)	到期赎回(张)	转股比例(%)	生命周期
125089.SZ	深机转债	20.00		26,321		99.87	提前赎回
110017.SH	中海转债	39.50		344,960		99.13	提前赎回
110018.SH	国电转债	55.00		42,310		99.92	提前赎回
110019.SH	恒丰转债	4.50		3,650		99.92	提前赎回
113003.SH	重工转债	80.50		46,520		99.94	提前赎回
110020.SH	南山转债	60.00		81,110		99.86	提前赎回
110022.SH	同仁转债	12.05		44,150		99.63	提前赎回
127001.SZ	海直转债	6.50		6,787		99.90	提前赎回
128001.SZ	泰尔转债	3.20		18,291		99.43	提前赎回——停止交易
110023.SH	民生转债	200.00		1,612,320		99.19	提前赎回
128002.SZ	东华转债	10.00		1,328		99.99	提前赎回
128003.SZ	华天转债	4.61		3,772		99.92	提前赎回
110024.SH	隧道转债	26.00		61,150		99.76	提前赎回
127002.SZ	徐工转债	25.00		30,921		99.88	提前赎回
113005.SH	平安转债	260.00		344,310		99.87	提前赎回
113006.SH	深燃转债	16.00		34,220		99.79	提前赎回
110009.SH	双良转债	7.20	7,163,820		14,780	0.30	回售——停止交易——到期
128005.SZ	齐翔转债	12.40		633		99.99	提前赎回
110025.SH	国金转债	25.00		153,180		99.39	提前赎回
128006.SZ	长青转债	6.32		248		100.00	提前赎回
110027.SH	东方转债	40.00		34,970		99.91	提前赎回
110028.SH	冠城转债	18.00		47,080		99.74	提前赎回
128007.SZ	通鼎转债	6.00		2,929		99.95	提前赎回
113007.SH	吉视转债	17.00		6,471,510		61.93	提前赎回
128008.SZ	齐峰转债	7.60		26,895		99.65	提前赎回——停止交易
110029.SH	浙能转债	100.00		178,340		99.82	提前赎回
113501.SH	洛钼转债	49.00		455,580		99.07	提前赎回

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

附表 2：2006 年后初始转股价与下限基本一致的个券

代码	名称	发行公告日	初始转股价格	前一日均价	前二十日均价	较高者	溢价(%)	备注
110325.SH	华发转债	2006-07-25	7.68	7.66	7.68	7.68	0.00	
110398.SH	凯诺转债	2006-08-09	4.96	4.61	4.96	4.96	0.00	
110488.SH	天药转债	2006-10-20	4.35	4.35	4.29	4.35	0.00	
110232.SH	金鹰转债	2006-11-13	6.28	6.01	6.27	6.27	0.16	
110078.SH	澄星转债	2007-04-27	10.58	10.57	9.46	10.57	0.09	
125960.SZ	锡业转债	2007-05-09	29.3	29.27	26.48	29.27	0.10	
110567.SH	山鹰转债	2007-08-31	7.31	7.31	7.13	7.31	0.00	
110971.SH	恒源转债	2007-09-20	50.88	50.88	42.93	50.88	0.00	
110227.SH	赤化转债	2007-10-08	24.93	24.91	22.92	24.91	0.08	
125572.SZ	海马转债	2008-01-11	18.33	18.33	17.62	18.33	0.00	
110368.SH	五洲转债	2008-02-26	10.14	10.13	9.15	10.13	0.10	基准上浮 0.1%
110002.SH	南山转债	2008-04-16	16.89	15.09	16.87	16.87	0.12	
110003.SH	新钢转债	2008-08-19	8.22	6.65	8.22	8.22	0.00	
110004.SH	厦工转债	2009-08-26	7.5	6.83	7.50	7.5	0.00	
110005.SH	西洋转债	2009-09-01	14.55	13.28	14.55	14.55	0.00	
110006.SH	龙盛转债	2009-09-10	8.9	8.90	8.43	8.9	0.00	
125969.SZ	安泰转债	2009-09-14	22.3	22.30	20.50	22.3	0.00	
110008.SH	王府转债	2009-10-15	33.56	33.56	31.58	33.56	0.00	
110009.SH	双良转债	2010-04-29	21.11	21.11	21.11	21.11	0.00	
113001.SH	中行转债	2010-05-31	4.02	3.99	4.02	4.02	0.00	
126630.SZ	铜陵转债	2010-07-13	15.68	14.30	15.68	15.68	0.00	
113002.SH	工行转债	2010-08-26	4.2	4.10	4.20	4.2	0.00	
126729.SZ	燕京转债	2010-10-13	21.86	21.49	21.86	21.86	0.00	

代码	名称	发行公告日	初始转股价格	前一日均价	前二十日均价	较高者	溢价(%)	备注
110011.SH	歌华转债	2010-11-23	15.09	14.18	15.09	15.09	0.00	
110012.SH	海运转债	2011-01-05	4.58	4.58	4.55	4.58	0.00	
110013.SH	国投转债	2011-01-21	7.29	7.25	7.28	7.28	0.14	
125887.SZ	中鼎转债	2011-02-09	25.31	25.31	24.48	25.31	0.00	
110016.SH	川投转债	2011-03-17	17.3	17.30	16.40	17.3	0.00	
129031.SZ	巨轮转2	2011-07-15	8.09	8.09	7.80	8.09	0.00	
125089.SZ	深机转债	2011-07-13	5.66	5.66	5.53	5.66	0.00	
110018.SH	国电转债	2011-08-17	2.67	2.54	2.67	2.67	0.00	
110019.SH	恒丰转债	2012-03-21	6.88	6.87	6.86	6.87	0.15	
110020.SH	南山转债	2012-10-12	6.92	6.90	6.73	6.9	0.29	
110022.SH	同仁转债	2012-11-30	17.72	16.73	17.72	17.72	0.00	
128001.SZ	泰尔转债	2013-01-07	15.34	15.34	14.70	15.34	0.00	
110023.SH	民生转债	2013-03-13	10.23	9.84	10.23	10.23	0.00	
128002.SZ	东华转债	2013-07-24	23.7	23.70	21.41	23.7	0.00	
128003.SZ	华天转债	2013-08-08	9.79	9.78	9.04	9.78	0.10	
110024.SH	隧道转债	2013-09-11	9.71	9.71	9.09	9.71	0.00	
127002.SZ	徐工转债	2013-10-23	8.46	8.35	8.43	8.43	0.36	每股净资产 8.45 大于均价，转股价以其为下限
113005.SH	平安转债	2013-11-20	41.33	41.28	37.75	41.28	0.12	
113006.SH	深燃转债	2013-12-11	8.46	8.46	8.43	8.46	0.00	
128005.SZ	齐翔转债	2014-04-16	14.34	14.34	14.23	14.34	0.00	
128006.SZ	长青转债	2014-06-18	13.48	13.47	13.29	13.47	0.07	
110028.SH	冠城转债	2014-07-16	6.2	6.18	5.73	6.18	0.32	
128007.SZ	通鼎转债	2014-08-13	17.5	17.43	16.22	17.43	0.40	
113007.SH	吉视转债	2014-09-03	12.08	12.08	12.02	12.08	0.00	
128008.SZ	齐峰转债	2014-09-11	10.2	10.20	10.03	10.2	0.00	
113501.SH	洛钼转债	2014-11-28	8.78	8.78	7.82	8.78	0.00	
128009.SZ	歌尔转债	2014-12-10	26.43	26.27	26.42	26.42	0.04	
110030.SH	格力转债	2014-12-23	20.9	19.05	20.90	20.9	0.00	
113008.SH	电气转债	2015-01-29	10.72	10.71	9.56	10.71	0.09	
110031.SH	航信转债	2015-06-10	86.61	86.60	86.02	86.6	0.01	
123001.SZ	蓝标转债	2015-12-16	15.3	14.23	15.29	15.29	0.07	
110033.SH	国贸转债	2015-12-31	9.03	9.03	8.75	9.03	0.00	
110034.SH	九州转债	2016-01-13	18.78	16.42	18.77	18.77	0.05	
113009.SH	广汽转债	2016-01-20	21.99	20.30	21.98	21.98	0.05	
128010.SZ	顺昌转债	2016-01-20	9.44	8.56	9.43	9.43	0.11	
110035.SH	白云转债	2016-02-24	12.88	12.87	12.36	12.87	0.08	
128011.SZ	汽模转债	2016-02-29	11.63	10.97	11.63	11.63	0.00	
127003.SZ	海印转债	2016-06-06	5.26	5.26	5.10	5.26	0.00	
128013.SZ	洪涛转债	2016-07-27	10.28	10.27	9.46	10.27	0.10	
113011.SH	光大转债	2017-03-15	4.36	4.24	4.18	4.24	1.03	需在已有要求上再满足不低于前三十日均价 4.15 以及每股净资产 4.36；因此下限为 4.36

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

附表 3：2006 年后初始转股价在下限基准上浮一定比例的个券

代码	名称	发行公告日	初始转股价格	前一日均价	前二十日均价	较高者	溢价	备注
110423.SH	柳化转债	2006-07-26	9.86	9.76	9.34	9.76	1.02	基准上浮 1%
125024.SZ	招商转债	2006-08-25	13.09	12.96	12.01	12.96	1.00	基准上浮 1%
110021.SH	上电转债	2006-11-21	4.63	4.37	4.33	4.37	5.95	基准上浮 5.95%
110026.SH	中海转债	2007-06-27	25.31	22.09	22.95	22.95	10.28	基准上浮 10%
110598.SH	大荒转债	2007-12-14	14.32	13.97	12.74	13.97	2.51	基准上浮 2.5%
125709.SZ	唐钢转债	2007-12-11	20.8	20.46	20.59	20.59	1.02	基准上浮 1%
125528.SZ	柳工转债	2008-04-15	26.87	25.22	26.35	26.35	1.97	基准上浮 2%
110007.SH	博汇转债	2009-09-21	10.34	10.14	9.28	10.14	1.97	基准上浮 2%
125731.SZ	美丰转债	2010-05-31	7.36	7.10	7.22	7.22	1.94	基准上浮 2%

代码	名称	发行公告日	初始转股价格	前一日均价	前二十日均价	较高者	溢价	备注
128233.SZ	塔牌转债	2010-08-24	13.31	13.05	12.38	13.05	1.99	基准上浮 2%
128031.SZ	巨轮转债	2006-12-29	9.82	9.70	9.72	9.72	1.03	
125717.SZ	韶钢转债	2007-02-02	4.73	4.66	4.60	4.66	1.50	
110015.SH	石化转债	2011-02-18	9.73	9.33	8.84	9.33	4.29	
110017.SH	中海转债	2011-07-28	8.7	8.25	8.45	8.45	2.96	
113003.SH	重工转债	2012-05-31	6.05	5.89	5.99	5.99	1.00	
127001.SZ	海直转债	2012-12-14	7.1	6.92	7.01	7.01	1.28	
128004.SZ	久立转债	2014-02-21	21.11	19.93	19.01	19.93	5.92	
110025.SH	国金转债	2014-05-12	19.97	19.07	19.79	19.79	0.91	
110027.SH	东方转债	2014-07-08	12	11.90	11.79	11.9	0.84	
110029.SH	浙能转债	2014-10-09	5.66	5.61	5.52	5.61	0.89	
110032.SH	三一转债	2015-12-30	7.5	6.44	6.62	6.62	13.29	
113010.SH	江南转债	2016-03-16	19	17.58	15.78	17.58	8.08	
128012.SZ	辉丰转债	2016-04-18	29.7	29.28	28.95	29.28	1.43	

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 分析师声明

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

## 评级说明

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

## 其他声明

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

## 法律主体声明

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

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

## 针对不同司法管辖区的声明

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

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

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

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

## 一般性声明

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

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

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

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

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。**