

盘点历史上那些转股失败的转债
——可转债投资手册之七

投资要点:

● 转债退出方式的统计

历史上已退市的转债有 125 只（包含公募 EB，下同），其中有 112 只转债是转股退出，成功率在 90% 左右。其中转股比例低于 80%（即不是完全转股退出）的仅有 13 只。而这 13 只转债中，有 4 只到期赎回，4 只回售，2 只转股+回售，1 只回售+到期赎回，1 只转股+回售+到期赎回，1 只转股+强制赎回。

● 转股失败或异常的转债盘点

转债制度和条款原因。1) 宝安转债，其是国内第一只上市公司可转债，但并未成功转股，最终以到期赎回方式退出。一方面是宝安转债发行于牛市顶点，之后股价大幅下跌。另一方面是转债无附加条款，也没有转股价调整机制，存在制度漏洞。2) 茂炼转债，其是 98 年后第一批发行的非上市公司转债之一，严格来说是正股准备上市，而转债提前发行。不过茂炼转债的正股最终 IPO 失败，转债只能到期赎回。

下修环节出现问题。1) 下修失败导致回售，如澄星转债和唐钢转债。两只转债分别是在回售期即将结束和已经结束后召开股东大会审议下修，且最终下修均未通过，最终澄星转债是以转股+回售+到期赎回方式退出，唐钢转债是到期赎回退出。2) 下修不及预期导致回售，如双良转债和江南转债。其中双良转债的股东大会召开又在回售期之后，加上对转股价下修人为限制，导致投资者直接选择回售。而江南转债则是下修不及预期，最终触发回售。3) 既触发过回售，也触发过赎回，如创业转债和燕京转债。两只均是先触发回售，再触发强赎。其中创业转债下修幅度较小，燕京转债回售之前没有下修。不过两只转债触发回售的时点较早，回售比例不高。而之后都遇到了牛市行情，最终触发了强赎。

转债发行和赎回时点不佳。实际上宝安转债、唐钢转债等转股失败的案例都与发行时点不佳有关，而新钢转债更加典型。转债存续期是 08-13 年，正好处于钢铁行业景气度较差的时段，公司利润增速连续下滑甚至陷入亏损，股价长期低于每股净资产，导致下修的幅度受限。尽管公司先后三次下修，但转债最终还是只能到期赎回。此外，吉视转债是由于强赎时点不佳，正好处于 15 年 6 月牛转熊的阶段，股价短期内大幅下跌，很多没有及时转股的投资者只能选择强制赎回。

公募 EB 转股成功率较低。与转债相比，公募 EB 发行时多以偏债性为主，期限更短；同时下修意愿较弱（目前尚未有公募 EB 下修的案例），这些都导致公募 EB 换股成功率不高。已退出的四只公募 EB 中，宝钢 EB、桐昆 EB 是换股退出，清控 EB、天集 EB 是回售或到期赎回退出，另外以岭 EB 回售也已经基本完成。

其他转股异常的案例。例如转债始终没有触发强赎，但仍转股退出的博汇转债（到期时点处于牛市启动前夕）、阳光转债（条款特殊，赎回触发价不断下调）和雅戈转债（转债到期恰逢股权分置改革）。此外 14 宝钢 EB 在到期前遇到上交所减持新规颁布，市场一度担忧宝钢 EB 无法换股退出，但减持细则对可转债的规定并不明确，最终 14 宝钢 EB 还是基本以换股的形式退出了市场。

● 总结与展望

转债发行时点不佳是转股失败一个重要的因素。未成功转股的转债大多发行在牛市末期、或牛转熊阶段，股价处于高点。牛市结束后，股价随着大盘下跌，使转股难度增加甚至面临回售压力。因此在转债投资中，要更加关注新券发行的时点。

未来转债退出方式或更加多样化，转股成功率或会下降。首先大规模转股需要权益市场的配合，但大牛市行情毕竟可遇不可求。其次转债种类、数量增多，发行人的意愿和诉求也在变化。最后，18 年以来发行的转债普遍通过提高到期赎回价的方式来增厚债底，这也间接加大了未来促转股的难度。

相关研究

《打破金融刚兑，长期利好实体！
——如何看待商业银行被接管？》

2019.05.29

《LIBOR 的改制之路：过程、影响
与启示》2019.05.16

《18 年杠杆率微升，1 季度偿债能力改善——从上市公司年报及一季报看信用基本面》2019.05.08

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

联系人:李波

Tel:(021)23154484

Email:lb11789@htsec.com

目 录

1. 转债退出方式的统计.....	4
2. 转股失败或异常的转债盘点.....	4
2.1 转债制度和条款原因.....	4
2.2 下修环节出现问题.....	5
2.3 转债发行和赎回时点不佳.....	7
2.4 公募 EB 转股成功率较低.....	7
2.5 一些转股“异常”的转债案例.....	8
3. 总结与展望.....	9

图目录

图 1	宝安转债的转股价值（元）	5
图 2	澄星转债的转股价值（元）	6
图 3	唐钢转债的转股价值（元）	6
图 4	双良转债的转股价值（元）	6
图 5	江南转债的转股价值（元）	6
图 6	创业转债的转股价值（元）	7
图 7	燕京转债的转股价值（元）	7
图 8	新钢转债的转股价值和正股 PB-LF	7
图 9	吉视转债转股价值（元）	7
图 10	部分转债的发行时点（吉视转债为赎回时点）	9
图 11	转债市场规模（亿元）	10
图 12	转债发行数量和平均到期赎回价（截至 19 年 6 月 14 日）	10

表目录

表 1	部分转债的退出情况（截至 19 年 6 月 14 日）	4
表 2	宝安转债的条款情况	5
表 3	存量公募 EB 的基本信息（截至 19 年 6 月 14 日）	8
表 4	上交所减持细则（17 年 5 月发布）	9

1. 转债退出方式的统计

从 1992 年第一只上市公司转债——宝安转债发行开始，国内转债市场已经历了 20 多年的发展历程，前后共有 300 只左右的转债（包含公募 EB，下同）发行上市。而从最早的宝安转债开始，到近期的 17 桐昆 EB、康泰转债、常熟转债等，历史上已退市的转债已经达到 125 只，金额在 3200 亿元左右。

转债的退出方式无非以下几种：转股退出、回售退出、强制赎回退出、到期赎回退出。如果对 125 只转债的退出方式做一下统计，可以发现其中有 112 只转债是转股退出，成功率在 90% 左右。其中转股比例低于 80%（即不是完全转股退出）的仅有 13 只。而这 13 只转债中，有 4 只到期赎回，4 只回售，2 只转股+回售，1 只回售+到期赎回，1 只转股+回售+到期赎回，1 只转股+强制赎回。

本期专题我们主要聚焦历史上那些转股失败的转债，此处的转股失败是指不以转股为主要退出方式。此外一些转债虽然是转股退出，但过程中存在一些“波折”，这里也一并整理和分析。

表 1 部分转债的退出情况（截至 19 年 6 月 14 日）

代码	名称	转股比例	赎回比例	回售比例	到期比例	退出方式
125302.SZ	茂炼转债	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	到期赎回
110003.SH	新钢转债	0.0%	0.0%	0.1%	99.9%	到期赎回
125709.SZ	唐钢转债	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	到期赎回
113010.SH	江南转债	0.0%	3.2%	96.8%	0.0%	回售
110009.SH	双良转债	0.1%	0.0%	99.5%	0.4%	回售
125009.SZ	宝安转债	2.7%	97.3%	0.0%	0.0%	到期赎回
110874.SH	创业转债	31.3%	0.0%	68.7%	0.0%	转股+回售
110078.SH	澄星转债	54.4%	0.0%	21.9%	23.6%	转股+回售+到期赎回
113007.SH	吉视转债	61.9%	38.1%	0.0%	0.0%	转股+强制赎回
126729.SZ	燕京转债	76.1%	0.2%	23.7%	0.0%	转股+回售
132002.SH	15天集EB	0.0%	1.1%	98.9%	0.0%	回售
132003.SH	15清控EB	0.0%	0.0%	80.3%	19.7%	到期赎回+回售
120001.SZ	16以岭EB	0.0%	0.0%	96.1%	0.0%	回售（还未摘牌）

资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 转股失败或异常的转债盘点

如果我们将转债“失败”的原因做一个总结，则大体分为以下几点：1）制度和条款原因，尤其是早期发行的转债有一些特殊的制度漏洞。2）转债不愿下修，或下修诚意不足，导致触发回售。3）转债发行或赎回时点不佳，转股期或强赎开启后股市就进入熊市阶段，正股股价大跌。下面我们将依据这些原因，对“失败”转债进行梳理和分析。

2.1 转债制度和条款原因

由于转债制度和条款原因导致转债无法转股退出，基本出现在转债历史的早期阶段（1993-2001 年），主要是**宝安转债**和**茂炼转债**。其中宝安转债是国内第一只上市公司可转债，正股是中国宝安，发行规模 5 亿元，年利率为 3%，期限 3 年，转股价格 25 元。债券发行半年后开始转股，无强赎、回售和下修条款。

宝安转债在转股时面临了严重失败。1995 年底宝安转债到期时，宝安股价仅 2.8 元左右，仅有 2.7% 的转债实现了转股。由此导致公司要在转债到期时支付 5 亿元左右的现金，巨额资金的偿还造成公司当年经营利润大幅下降。而宝安转债转股失败既有市场原因也有制度原因：1）宝安转债的发行时点恰好处于 A 股第一轮牛市的顶点，之后股价出现大幅下跌。2）宝安转债无附加条款，尤其是没有下修条款，导致没有促转股手段。3）转债条款中仅规定了转股期前增发新股可按给定公式调整转股价格，但正股 94 年中报出现分红送股，转股价没有相应调整，直接导致平价大跌。

图1 宝安转债的转股价值（元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

表2 宝安转债的条款情况

转债名称	宝安转债
规模	5亿元人民币
面值	5000元
期限	3年（1992年12月1日-1995年12月1日）
票面利率	3%，每年付息一次
转股价格	25元/股
转股期	转债发行半年后（1993年6月1日起）
调整条款	1993年6月1日前若增加新股，则调整转股价格
赎回条款	可转债到期前半年内公司有权赎回，赎回价格为面值的103%。

资料来源：WIND，海通证券研究所

宝安转债的失败间接导致 93-97 年间转债发行停滞，直到 98 年之后转债发行才再度开启。98 年后第一批发行的是非上市公司转债，严格来说是正股准备上市，而转债发行在正股之前，包括南化转债、丝绸转债、茂炼转债。这类转债均包含到期无条件强制转股条款，加上 IPO 后股价表现也较好，因此南化转债和丝绸转债均成功转股退出。

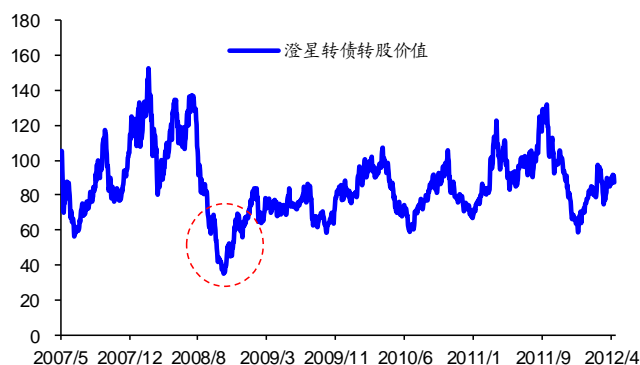
相比之下，茂炼转债的命运就比较坎坷。正股茂名石化是中石化的子公司，为了发行可转债，茂名石化提出把公司的炼油部分剥离出来成立股份公司，也就是茂炼公司。但茂炼公司的 IPO 与母公司中国石化“撞车”，并且当时中石化也准备在海外上市，对投资者承诺对下属的上市公司进行整合，在这样的背景下茂炼公司最终没能成功上市，茂炼转债也只能接受到期赎回的结果。

2.2 下修环节出现问题

由于下修失败或下修不到位导致的转债转股失败的案例最多，包括创业转债、澄星转债、唐钢转债等。其中澄星转债、唐钢转债是下修失败，双良转债、江南转债、创业转债是下修幅度不及预期，而燕京转债则是公司没有启动下修，导致出现回售。

1) 第一个下修失败的案例是澄星转债，其正股是澄星股份，转债 07 年 5 月上市，正好处于 07 年牛市的中期，上市后转债平价一度突破 150 元，但始终无法触及强赎。随后 08 年股价大幅下跌，转债于 08 年 10 月 13 日触发回售，回售申报期为 10 月 21-28 日。为了避免回售，董事会于 08 年 10 月 10 日提出下修议案，但股东大会却在 10 月 27 日召开，距回售申报期结束仅有 1 天。而股东大会最终也未通过下修议案，于是部分投资者选择回售。不过澄星转债触发回售的时点较早，故回售比例不高（20%左右）。澄星转债 11 年之后价格有所上涨，最高超过 140 元，最终的转股比例（55%左右）也不算很低。

2) 另一个下修失败的案例是唐钢转债，其经过与澄星转债类似。唐钢转债的正股是唐钢股份，吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛后改名河钢股份。唐钢转债 07 年 12 月发行上市，08 年之后股价大幅下跌，于 08 年 7 月触发回售，申报期为 8 月 1-7 日。之后董事会公布转债下修预案，股东大会召开时间为 8 月 26 日，已经过了回售申报期。面对可能的下修预期，转债投资者没有选择回售，但最终却等来了下修未通过的结果。由于行业不景气，唐钢转债的正股价格一路下跌，到 12 年到期时平价仅剩 30 元左右。最终绝大多数投资者选择了到期赎回。

图2 澄星转债的转股价值（元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 唐钢转债的转股价值（元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

3）相比之下，双良转债的下修经历更加“坎坷”。双良转债 10 年 5 月发行上市，正股是双良节能，上市后股价连续下跌，转债 11 年 9 月触发回售。与此同时董事会也公布了下修议案，但一方面股东大会时间又确定在了回售申报期之后；另一方面下修价按照前 20 个和 1 个交易日均价高者的 160% 确定（之后调整为 120%），诚意明显不足。有澄星和唐钢转债的案例在前，投资者不再愿意博弈下修，纷纷选择在下修落地前回售，最终的回售比例达到 90%。之后由于变更募集资金投向，转债又多次触发回售，15 年到期退出时，99.5% 的转债都以回售作为退出途径。

4）另一个下修不及预期的案例是不久前的江南转债。江南转债于 16 年 3 月发行上市，正股是江南水务。转债发行后正股股价就进入漫长的下跌期，18 年 3 月回售期开启后触发回售已是大概率事件。为此，公司于 18 年 4 月下修了转股价，但却未下修到位，下修次日转债平价仅在 77 元左右，甚至都未能直接避免回售。最终转债于 7 月触发回售，并且前后启动了 5 次回售程序，19 年 2 月正式摘牌。

图4 双良转债的转股价值（元）

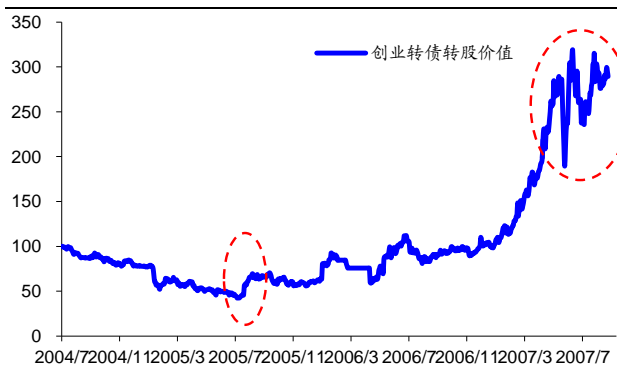

资料来源：WIND，海通证券研究所

图5 江南转债的转股价值（元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

5）最后是既触发过回售，也触发过赎回的两只转债：创业转债和燕京转债。这两只转债的情况类似，在转债存续期内先触发回售条款、之后再触发强赎条款。在下修方面，创业转债回售前曾下修过转股价，但下修幅度较小，无法避免回售；燕京转债在回售之前没有下修，回售之后下修了转股价。不过两只转债触发回售的时点较早，导致回售比例不高。而之后也“幸运”的遇到了 07 年和 15 年两轮牛市，最终触发了强赎，因此是以部分回售+部分转股的方式退出的。

图6 创业转债的转股价值（元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图7 燕京转债的转股价值（元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

2.3 转债发行和赎回时点不佳

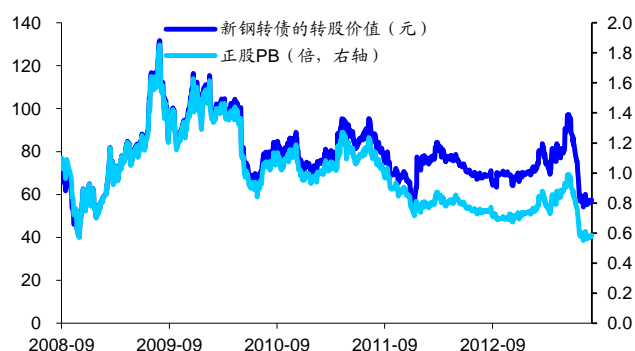
历史上转债转股的成功率较高，与A股市场周期波动有关，从1991年至今，A股共经历过5轮牛市，平均5-6年就会有一轮牛市，而转债的期限一般也是5-6年，因此只要在存续期内遇到一轮牛市行情，就有很大概率转股。但也并非所有转债都有这么好的运气，前面说到的宝安转债、澄星转债、唐钢转债等，其转股失败就与发行时点不佳有密切关系，而下面要说的新钢转债更是一个典型案例。

新钢转债正股是新钢股份，转债08年8月发行上市，正好处于08年熊市的中期阶段，转债上市时平价仅有70元左右，最低时仅有40元左右。随后09年股市再度上涨，新钢转债平价最高也曾达到130元，但始终难以触发强赎，10年之后随着正股下跌，转债平价又再度跌至面值以下，强赎无望。

新钢转债的促转股意愿不可谓不强，公司从11年到13年曾先后三次下修转股价。但钢铁行业在11-13年间进入下行期，行业的产能过剩严重、钢价大幅下跌、企业陷入亏损。新钢股份的股价长期低于每股净资产，导致下修的幅度受限，最后已下修到“修无可修”的程度。而新钢转债的到期时间是13年8月，没有赶上14-15年的牛市行情，最终只能接受到期赎回的结果。

除新钢转债外，吉视转债的案例也值得关注。吉视转债于14年9月发行上市，随后就遇到了14-15年的大牛市行情，转债在15年6月就触发了强赎，赎回日是7月7日。但15年的牛转熊恰巧就出现在6-7月，转债平价在6月24日时还有154元，随后股价连续大跌，到7月3日时平价最低跌至97元。转债投资者的信心受到冲击，很多没有及时转股的投资者只能选择强制赎回。最终有38%左右的转债被强制赎回，转股的比例在62%左右。

图8 新钢转债的转股价值和正股PB-LF



资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 吉视转债转股价值（元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

2.4 公募EB转股成功率较低

公募 EB 也是一类较为特殊的品种。从 14 年宝钢 EB 开始，到最近的新钢 EB，共有 20 只公募 EB 发行上市。而从退出方式来看，公募 EB 这一品种“成功率”较低，已退出的四只公募 EB 中，宝钢 EB 和桐昆 EB 是以换股方式退出，清控 EB 和天集 EB 是以回售或到期赎回方式退出，如果再加上回售已经基本完成的以岭 EB，则公募 EB 换股退出的成功率可能只有 40%。

公募 EB 与转债的区别有以下两点：一是公募 EB 发行时多以偏债性为主，期限一般比转债更短；二是公募 EB 的下修意愿较弱（毕竟是从大股东手里换股，下修对大股东股权的稀释力度更强）。从 14 年的宝钢 EB 开始，直到目前也仍未有过公募 EB 下修的案例。清控 EB、天集 EB、以岭 EB 均选择直接回售。而国盛 EB、山高 EB 也接近回售期，从目前的股价看，回售的概率很大。

表 3 存量公募 EB 的基本信息（截至 19 年 6 月 14 日）

EB 名称	正股名称	上市时间	回售期	转债价格 (元)	转股价值 (元)	纯债价值 (元)	纯债 YTM (%)	转债余额 (亿元)	评级
15 国盛 EB	上海建工	2015-11-25	2019-11-05	98.85	57.41	97.29	2.99	50.00	AAA
15 国资 EB	中国太保	2015-12-23	无回售	111.16	95.09	105.38	-0.16	20.00	AAA
16 以岭 EB	以岭药业	2016-06-16	2019-04-18	102.75	65.54	101.67	3.27	0.31	AA
16 皖新 EB	皖新传媒	2016-07-29	2020-06-23	105.29	37.25	105.87	4.05	25.00	AA+
16 凤凰 EB	凤凰传媒	2016-11-30	2021-04-30	98.84	48.96	99.17	3.83	50.00	AAA
17 山高 EB	山东高速	2017-05-11	2020-04-24	100.09	49.27	100.15	3.78	25.00	AAA
17 中油 EB	中国石油	2017-07-25	2021-07-13	99.17	79.91	97.38	3.17	100.00	AAA
17 浙报 EB	浙报文化	2017-09-05	2022-05-17	94.47	38.42	95.17	4.07	24.00	AAA
17 巨化 EB	巨化股份	2017-09-22	2020-03-04	100.69	70.21	99.59	2.69	20.00	AA+
17 宝武 EB	宝钢股份	2017-12-28	无回售	100.11	70.50	99.92	3.37	150.00	AAA
18 中油 EB	中国石油	2018-02-28	2022-02-01	98.01	76.00	96.35	3.45	200.00	AAA
18 中化 EB	中国化学	2018-05-09	2022-04-24	99.83	80.42	94.26	2.48	35.00	AAA
18 中原 EB	中原传媒	2019-01-11	2022-12-24	109.90	73.22	105.21	3.35	6.20	AA+
19 东创 EB	华安证券	2019-04-08	2021-12-26	100.33	71.15	93.76	1.50	1.50	AA
G 三峡 EB1	长江电力	2019-04-25	2023-04-09	99.41	93.09	91.27	2.24	200.00	AAA
19 新钢 EB	新钢股份	2019-05-14	2021-04-18	98.88	76.18	97.84	3.50	20.00	AA+

资料来源：WIND，海通证券研究所

2.5 一些转股“异常”的转债案例

最后还有一些虽然成功转股，但在转股过程中存在“异常”的转债案例。首先是博汇转债，该转债存续期内没有触发强赎，到期之前平价又恰好在到期赎回价附近（107 元）。但到期赎回时间是在 14 年 9 月，牛市的启动前夕，或是出于对正股和行情的看好，绝大多数投资者最终还是选择了转股退出。

其次是阳光转债，发行于转债市场早期（02 年 4 月，期限仅 3 年），其赎回条款较为特殊，是渐进式的。简单来说，发行 1-2 年期间强制赎回触发价是 140 元，2-2.5 年是 120 元。2.5-3 年是 110 元。而在 04 年 4 月（发行 2 年）时，转债平价恰好在 120 元附近，虽然没有触发强赎，但考虑到之后强赎的触发价越来越低，多数投资者还是选择直接转股。实际上一直到转债到期时，都未曾触发过强赎条款，但投资者最终还是陆续转股退出。

另外一只没有触发过强赎的是雅戈转债，发行时间同样较早（03 年 6 月，期限也是 3 年）。在 04 年 3 月时，转债平价一度超过赎回触发价（130 元）；之后在 04 年 6 月时转债平价又再度逼近 130 元。虽然两次均没有触发强赎，但累计有 50% 的转债陆续转股。而在转债到期前不久恰逢股权分置改革，正股从 06 年 3 月开始停牌，直到 5 月中旬才复牌。考虑到当时的股权分置改革是对正股的较大利好，因此大多数投资者选择在停牌前完成转股，转债也就在没有触发强赎的情况下提前转股退出。

最后是 14 宝钢 EB，其在换股时遇到了一些“小插曲”。14 宝钢 EB 是国内第一支公募 EB，其正股是新华保险，EB 于 14 年 12 月上市，期限 3 年，无强赎、回售和下修条款。在 17 年 12 月到期前，EB 的平价基本在 150 元左右，换股退出本无悬念。但 17 年 5 月时上交所出台了新的减持细则，对大股东减持比例进行约束，因此市场一度担忧宝钢 EB 无法全额换股。但减持细则的规定并不明确，包括减持上限确定不明（公开转让/大宗交易/协议转让的减持上限不同，细则中未明确 EB 属于哪一种）；没有明确是限制投资者换股，还是限制换股后卖出，甚至交易所的规定与证监会还有细微差异。

这些都导致新规对 EB 没有实质性的约束，最终 14 宝钢 EB 还是基本以全额换股的形式退出了市场。

表 4 上交所减持细则（17 年 5 月发布）

其他情况	①控股股东和持股5%以上的股东（集中竞价交易取得的股份除外）；②特定股东（减持IPO前股份、非公开发行股份）；③董监高	
	因司法强制执行、执行股权质押协议、赠与、可交换债转股、股票收益互换等方式取得股份的减持	
减持限制	公开竞价	连续90日内，减持不超过1%
	大宗交易	连续90日内，减持不超过2%
	协议转让	单个受让方的受让比例不得低于5%

资料来源：上交所网站，海通证券研究所

3. 总结与展望

总结来看，转债转股失败的情况主要有以下几种：1）转债触发回售，但公司未下修或下修未通过，导致出现一定比例的回售；但回售触发期较早，之后股价上涨又触发强赎。转债部分转股、部分回售，如澄星转债、燕京转债、创业转债。

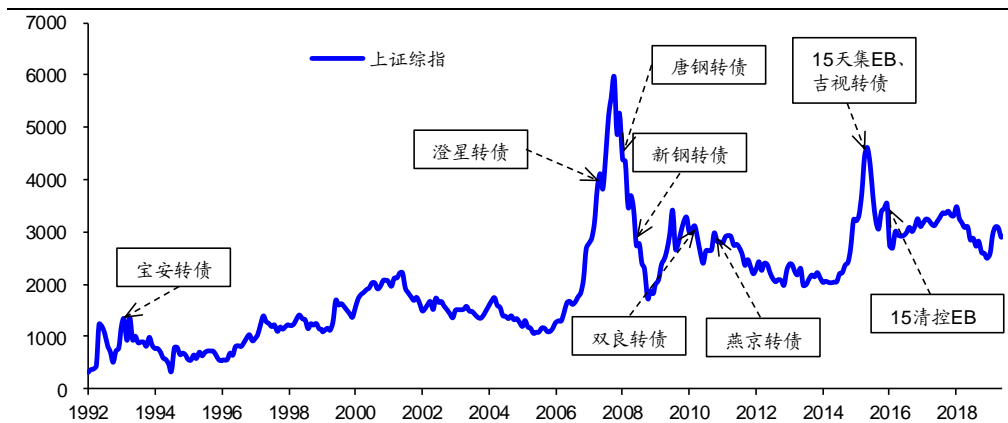
2）转债触发回售，公司未下修、下修未通过、或下修不及预期，导致投资者回售。而回售时距离到期日已较近，投资者觉得转股无望，故大多选择回售退出。如双良转债、江南转债、清控 EB、天集 EB、以岭 EB。

3）上市后股价大幅下跌，公司下修未通过、或下修幅度受限，导致平价难以抬升。而行业长期处于下行期，最终也无法转股，只能到期赎回，如新钢转债、唐钢转债。

4）其他原因，如转债早期阶段的制度缺陷，导致转股失败（宝安转债、茂炼转债）。如转债强赎时机不佳，导致部分转股部分赎回（吉视转债）。

而究其根源，转债发行时点不佳是转股失败一个重要的因素。未成功转股的转债大多发行在牛市末期、或牛转熊阶段（如 93 年初、07 年下半年到 08 年上半年、15 年 6-10 月），股价处于高点。一旦短期无法转股，则牛市结束后，股价会随着大盘出现下跌，使转股难度增加甚至面临回售压力。因此在转债投资中，要关注新券发行的时点，牛市时转债供给增多，申购火爆，但正股股价也在高位，反而存在一定风险。熊市时转债发行减少，申购冷清，不过正股股价也较低，拉长时间来看反而是较好的配置时点。而除了发行时点外，公司下修的意愿、正股和行业的景气度也是重要因素。

图10 部分转债的发行时点（吉视转债为赎回时点）



资料来源：WIND，海通证券研究所

此外，随着转债市场的不断发展壮大，未来退出方式或也会更加多样化，投资者可

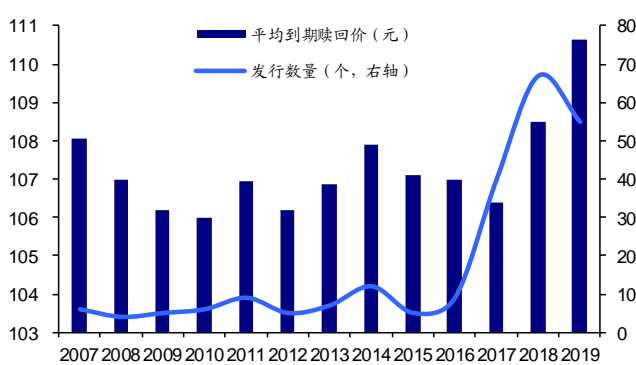
能要慢慢接受更多转股失败的案例。一方面是大规模转股需要权益市场的配合，但类似 07 年、15 年的大牛市行情毕竟可遇不可求。另一方面，转债种类、数量增多，发行人的意愿和诉求也在变化。典型的例子是 18 年以来面临回售压力的转债，下修比例很低，部分发行人已经可以接受回售或到期赎回的结果（毕竟也相当于一次低成本的融资了）。此外，18 年以来许多转债为了顺利发行，都采用提高到期赎回价的方式来增厚债底，这也间接加大了未来促转股的难度。

图11 转债市场规模（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图12 转债发行数量和平均到期赎回价（截至 19 年 6 月 14 日）



资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 固定收益研究团队

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

法律声明

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

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

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

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

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

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

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

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

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

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
联系人
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

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

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

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

政策研究团队

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

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
范国钦(021)232154384 fgq12116@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂 0755-82900465 wjs11852@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
谢茂萱 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
联系人
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

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

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 联系人
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 刘 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf11225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒恒 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 联系人
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

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

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜 飞 df12021@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李 捷 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com