

可转债市场介绍与投资分析

王巧喆（固定收益分析师）

SAC号码： S0850521080003

2023年7月26日

1. 转债的基本概念
2. 转债的发展历程
3. 转债的条款分析
4. 转债的供需情况
5. 转债的投资思路

转债价格的组成和影响因素

可转债作为一种含有转股期权的债券，给予持有者在未来一定转股期内可以以固定转股价购买公司股票的权利，因此转债同时具有债性和股性的特点，是兼具股性与债性的混合型投资工具。

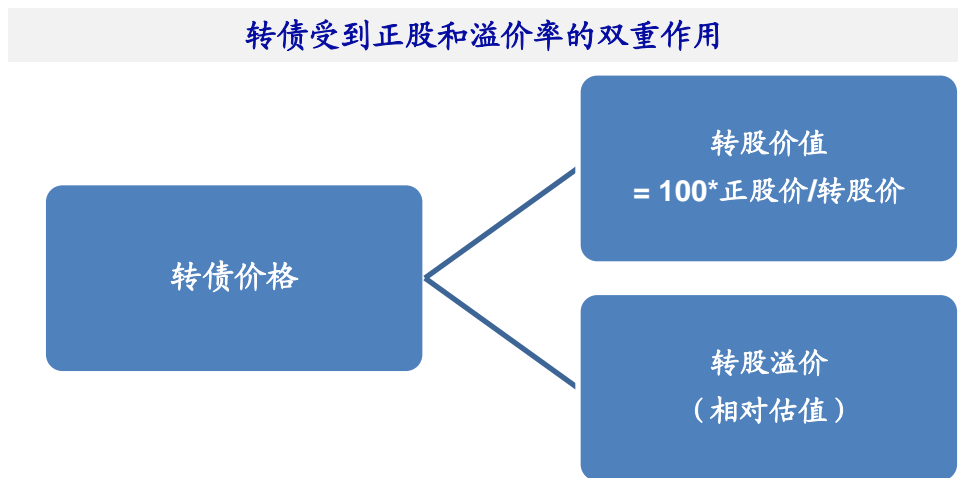
- ✓ 转股价值=现股价/转股价*100。即转债按目前价格转股后，在股票二级市场的价值。
- ✓ 纯债价值=按票息和同评级纯债YTM贴现的纯债价格。也就是不考虑转股期权价值，仅仅作作为纯债的价值。

部分可转债相关信息

名称	最新	涨跌幅▼	正股名称	正股涨跌幅	申万一级行业	转股价值	正股价格	转股价格	转股溢价率	纯债价值	纯债YTM	债券余额(亿元)
N海泰转	157.300	57.30%	海泰科	0.36%	汽车	105.133	28.06	26.69	49.62%	69.030	-3.928	3.97
N星帅转	131.000	31.00%	星帅尔	0.81%	家用电器	102.097	13.63	13.35	28.31%	75.393	-1.385	4.63
东湖转债	139.413	4.81%	东湖高新	6.54%	建筑装饰	142.557	8.14	5.71	-2.21%	100.770	-5.264	14.87
正邦转债	90.001	4.05%	*ST正邦	4.17%	农林牧渔	89.869	2.75	3.06	0.15%	47.435	8.343	7.56
亚药转债	109.203	3.37%	亚太药业	4.55%	医药生物	103.801	4.37	4.21	5.20%	75.873	4.048	9.62
万顺转债	173.404	3.06%	万顺新材	0.12%	有色金属	135.473	8.02	5.92	28.00%	102.681	-37.984	1.22

转债价格的组成和影响因素

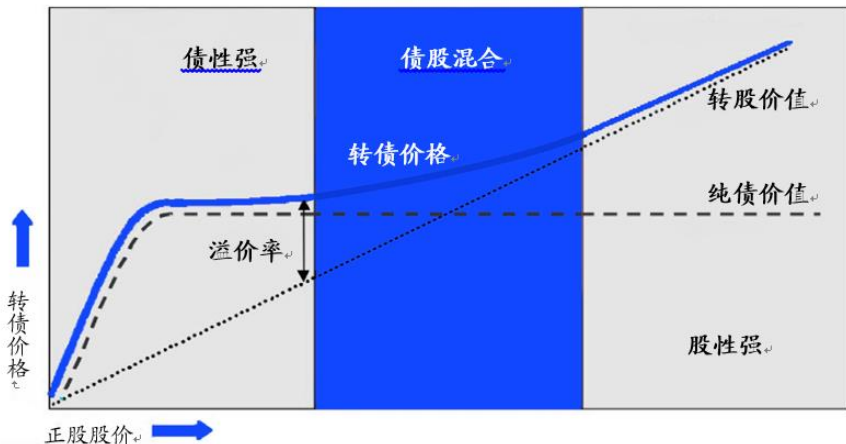
- ✓ 转债价格=转股价值*（1+转股溢价率）（股性估值法）。其中转股价值与正股走势息息相关。
- ✓ 转债价格=纯债价值*（1+纯债溢价率）（债性估值法）。适用于转股价值较低，股性较弱；但纯债价值较高，债性较强的标的。
- ✓ 估值衡量方式：转股溢价率、纯债溢价率/YTM、隐含波动率各有优缺点。



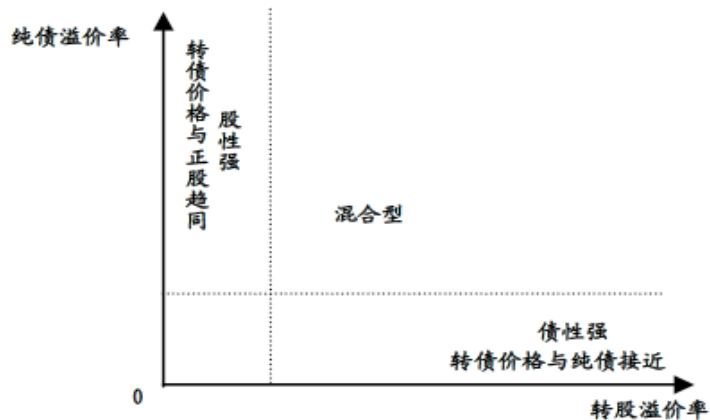
转债的债性、股性

- ✓ **衡量方式:** 转股溢价率、纯债溢价率、平底溢价率、平价区间等等。我们可以认为纯债溢价率越低，债性越强；转股溢价率越低，股性越强。平底溢价率（ $\text{平价}/\text{债底}-1$ ）越大股性越强，越小债性越强。
- ✓ 随着正股价格的上涨，纯债溢价率和转股溢价率变动轨迹为：**纯债溢价率低，转股溢价率高**→**纯债溢价率与转股溢价率相当**→**纯债溢价率高，转股溢价率低**。

转债的股、债性

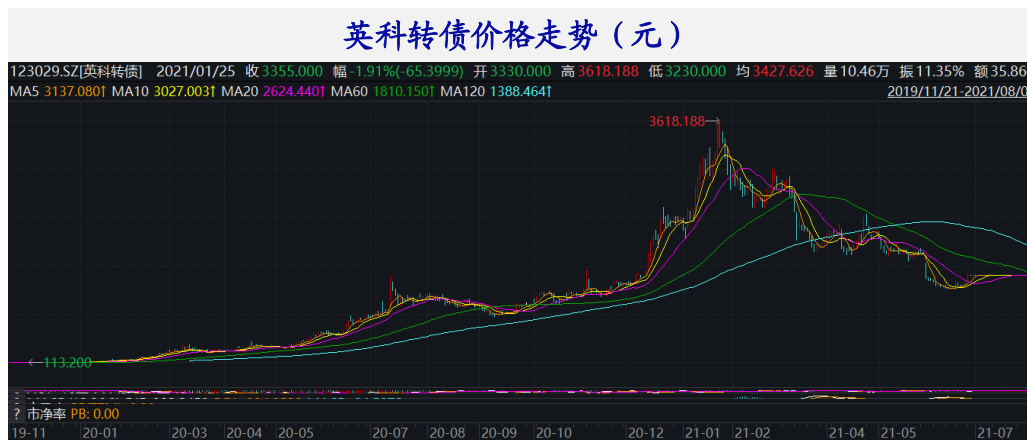


转债的股、债性（续）



转债有上下限吗？

- ✓ 下限：没有违约风险的债性转债下限为纯债价值，股性转债下限为转股价值。转债价格一般高于纯债价值（即债底），另外附加一定的期权价值。可转换债券拥有一般普通债券的固定收益性质。
- ✓ 转债价格也要高于转股价值（即平价），否则存在套利机会。假设正股股价为 S ，转股价格为 X ，转股价值等于 $100S/X$ 。如果转债价格 $P < 100S/X$ ，买入转债，换成正股抛售可获得无风险收益（ $100S/X - P$ ，不考虑交易成本）。
- ✓ 上限：过去赎回条款（130元附近）是上限，现在不赎回增多后上限被打破，比如英科转债等。



可转债的交易规则



主要内容	上交所	深交所
交易方式	采用匹配成交、协商成交等交易方式	采用匹配成交、协商成交、盘后定价成交等交易方式
最后交易日	最后一个交易日证券简称首字母为“Z”。上市公司股票因交易类强制退市被终止上市，其向不特定对象发行的可转债被终止上市的情形除外	
价格涨跌幅限制	上市后的首个交易日涨幅比例为57.3%、跌幅比例为43.3%。上市首个交易日后，涨跌幅比例为20%	
匹配成交交易时间	每个交易日的9:15至9:25为集合匹配时间，9:30至11:30、13:00至15:00为连续匹配时间	每个交易日的9:15至9:25为开盘集合匹配时间，9:30至11:30、13:00至14:57为连续匹配时间，14:57至15:00为收盘集合匹配时间
上市首日匹配成交：	上市首日匹配成交：	
盘中临时停牌	(一) 盘中成交价较发行价首次上涨或者下跌达到或者超过20%的，临时停牌时间为30分钟； (二) 盘中成交价较发行价首次上涨或者下跌达到或者超过30%的，临时停牌至14:57。 盘中临时停牌具体时间以本所公告为准，临时停牌时间跨越14:57的，于当日14:57复牌	
交易公开信息	1) 上市首日公布其匹配成交当日买入、卖出金额最大的五家会员证券营业部或者交易单元的名称及其各自的买入、卖出金额 2) 首日后，出现下列情形之一的，本所公布其当日买入、卖出金额最大五家会员证券营业部或者交易单元的名称及其各自的买入、卖出金额： (一) 当日收盘价涨跌幅达到±15%的前五只可转债； (二) 当日价格振幅达到30%的前五只可转债	
异常波动/严重异常波动	第二十一条 匹配成交出现下列情形之一的，属于异常波动，公布其在交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大五家会员证券营业部或者交易单元的名称及其各自累计买入、卖出金额：(一) 连续三个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±30%的；(二) 证监会或者本所认定属于异常波动的其他情形	第二十一条 匹配成交出现下列情形之一的，属于异常波动，公布其在交易异常波动期间累计买入、卖出金额最大五家会员证券营业部或者交易单元的名称及其各自累计买入、卖出金额：(一) 连续三个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到±30%的；(二) 证监会或者本所认定属于异常波动的其他情形
异常交易行为监控	第二十二条 匹配成交出现下列情形之一的，属于严重异常波动，本所公布严重异常波动期间的投资者分类交易统计等信息：(一) 连续十个交易日内三次出现第二十一条规定的同向异常波动情形；(二) 连续十个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到+200%(-70%)；(三) 连续三十个交易日内日收盘价涨跌幅偏离值累计达到+200%(-70%)；(四) 证监会或者本所认定属于严重异常波动的其他情形。 上市首日不纳入异常波动指标和严重异常波动指标的计算 除《债券交易规则》规定外，还包括： (一) 维持涨(跌)幅限制价格，即通过大笔申报、连续申报、密集申报，维持可转债交易价格处于涨(跌)幅限制状态； (二) 通过大笔申报、连续申报、密集申报或者以明显偏离合理价值的价格申报，意图加剧可转债价格异常波动或者影响本所正常交易秩序； (三) 大量或者频繁进行日内回转交易，影响本所正常交易秩序； (四) 证监会或者本所认为需要重点监控的其他异常交易行为。	
协商成交/盘后定价成交	1) 交易时间：采用协商成交方式的，交易时间为每个交易日的15:00至15:30。当天全天停牌、处于临时停牌期间或者停牌至收市的可转债，本所不接受其协商成交交易申报 2) 申报数量：采用协商成交的，申报数量应当不低于100万元面额，且为1000元面额的整数倍 2) 申报价格范围：上市首日，协商成交申报价格在发行价的上下30%范围内确定。除上市首日外，协商成交申报价格在前收盘价的上下20%范围内确定	1) 交易时间：采用协商成交方式的，交易时间为每个交易日的9:15至11:30、13:00至15:30。当天全天停牌、处于临时停牌期间或者停牌至收市的可转债，本所不接受其协商成交交易申报。采用盘后定价成交方式的，交易时间为每个交易日的15:05至15:30。当天全天停牌或者停牌至收市的可转债，本所不接受其盘后定价成交交易申报 2) 最低限额要求：采用协商成交、盘后定价成交方式的，单笔交易数量不低于50万元面额，或者交易金额不低于50万元 3) 有效申报价格范围：上市首日，协商成交申报价格在发行价的上下30%范围内确定。除上市首日外，协商成交申报价格在当日涨跌幅限制价格范围内确定。
可转债适当性要求	个人投资者参与向不特定对象发行的可转债申购、交易的，应当同时符合下列条件： (一) 申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币10万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券)； (二) 参与证券交易24个月以上。 本通知施行前已开通向不特定对象发行的可转债交易权限且未销户的个人投资者，不适用前款规定	

资料来源：
深交所、上交所《可转换公司债券交易实施细则》，海通证券研究所。
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第15号——可转换公司债券》、《上海证券交易所上市公司自律监管指引第12号——可转换公司债券》

【转股披露】可转债转换为股票的数额累计达到可转债开始转股前公司已发行股份总额 10%时。

【转股后上市交易】向不特定对象发行的可转债转换后的股票将于转股后的次一交易日上市交易。

【修正】上市公司应当在预计触发转股价格修正条件的5个交易日前及时披露提示性公告。上市公司未按本款规定履行审议程序及信息披露义务的，视为本次不修正转股价格。上市公司不修正转股价格的，下一触发转股价格修正条件的期间从本次触发修正条件的次一交易日重新起算。

【赎回披露】（1）预计可能触发赎回条件的，应当在赎回条件触发日 5 个交易日前及时披露提示性公告。（2）满足可转债赎回条件的，在次一交易日开市前披露赎回或者不赎回的公告，未及时履行审议程序及信息披露义务的，视为不行使本次赎回权。上市公司不行使赎回权的，应当充分说明不赎回的具体原因，且在未来至少 3 个月内不得再行使赎回权，并在公告中说明下一满足赎回条件期间的起算时间。（3）不行使赎回权的，应当充分披露其实际控制人、控股股东、持有5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员在赎回条件满足前的 6 个月内交易该可转债的情况，还应当披露上述主体未来 6 个月内减持可转债的计划。

【交易披露】投资者持有上市公司已发行的可转债达到发行总量的 20%的，应当在事实发生之日起 2 个交易日内通知公司予以公告。持有上市公司已发行的可转债 20%及以上的投资者，其所持公司已发行的可转债比例每增加或者减少 10%的，应当依照前款规定履行通知公告义务。

【短线交易】上市公司持有 5%以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员申购或者认购、交易或者转让本公司发行的可转债，应当遵守《中华人民共和国证券法》第四十四条短线交易的相关规定。

《关于可转换公司债券退市整理期间交易安排的通知》

上市公司股票进入退市整理期交易的，可转债同步进入退市整理期交易，退市整理期的交易期限为十五个交易日。退市整理期间，可转债证券简称后冠以“退”标识。

【涨跌幅】：进入退市整理期首日不实行价格涨跌幅限制，次日起涨跌幅限制比例为20%

【报价】：进入退市整理期首日，开盘集合匹配期间的有效申报价格范围为即时行情显示的前收盘价的90%以内，连续匹配、盘中临时停牌、收盘集合匹配期间的有效申报价格范围为匹配成交最近成交价的上下10%，收盘集合匹配在有效申报价格范围内进行撮合

另外，对于盘中临时停牌、协商成交申报价格等进行了规定。

监管文件：《可转换公司债券管理办法》



【定性】：可转债属于《证券法》规定的具有股权性质的证券。

【信息披露】新《证券法》规定为基础，主要包括转股价格调整或者修正、转股数额累计达到公司股份10%、未转股总额少于3000万元等；

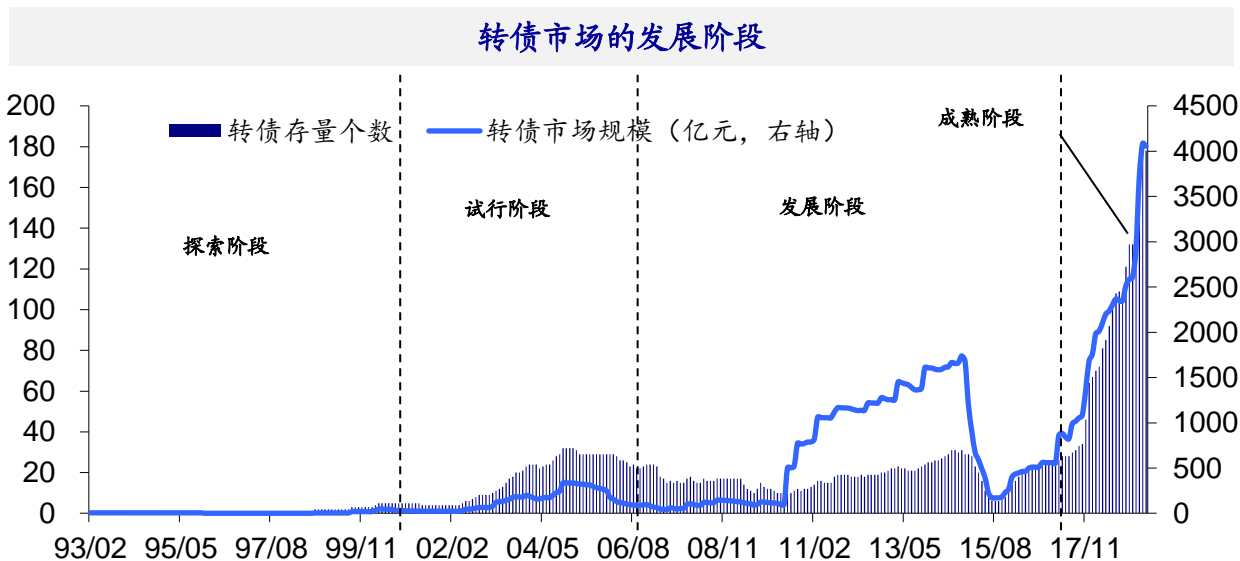
【对于赎回】：（1）预计可能满足赎回条件的，应当在赎回条件满足的五个交易日前及时披露，（2）应当在赎回条件满足后及时披露，明确说明是否行使赎回权，（3）决定不行使赎回权的，在证券交易场所规定的期限内不得再次行使赎回权，（4）决定行使或者不行使赎回权的，还应当充分披露其实际控制人、控股股东、持股百分之五以上的股东、董监高在赎回条件满足前的六个月内交易该可转债的情况。

对持有人保护、转股价格、交易制度、监管处罚等进行规定。

1. 转债的基本概念
2. 转债的发展历程
3. 转债的条款分析
4. 转债的供需情况
5. 转债的投资思路

转债发展的四个阶段

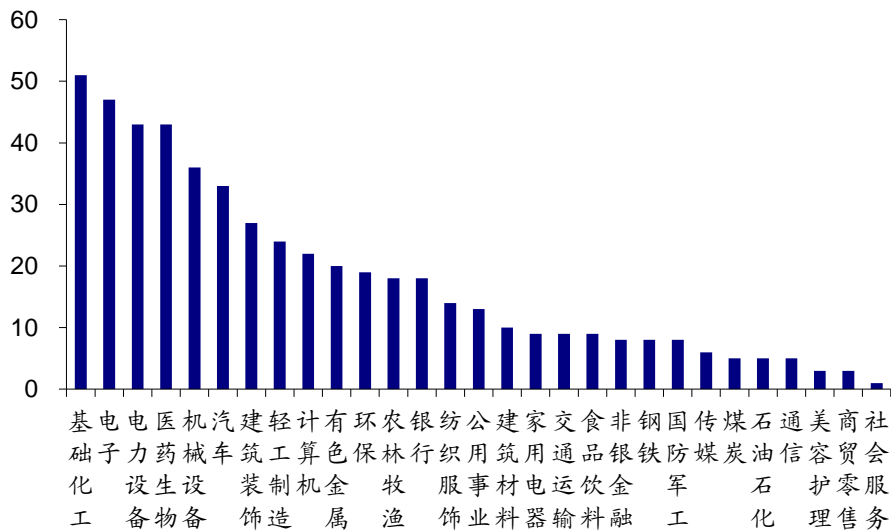
- ✓ 转债市场的发展划分为4个阶段。即探索阶段（1992-2000年）、试行阶段（2001-2005年）、发展阶段（2006-2017年）和成熟阶段（2017年至今）。转债市场的发展与监管层对再融资政策的态度息息相关。
- ✓ 1992年11月，第一只上市公司可转债——宝安转债诞生，但转股失败，直到1997年国内都再无可转债发行。2017年初定增政策收紧，转债的发行需求愈加旺盛。2017年9月信用申购新规落地，转债的申购不占用资金、申购和发行更加规范。此后转债发行速度加快，市场大幅扩容，转债市场正式迈入成熟阶段。



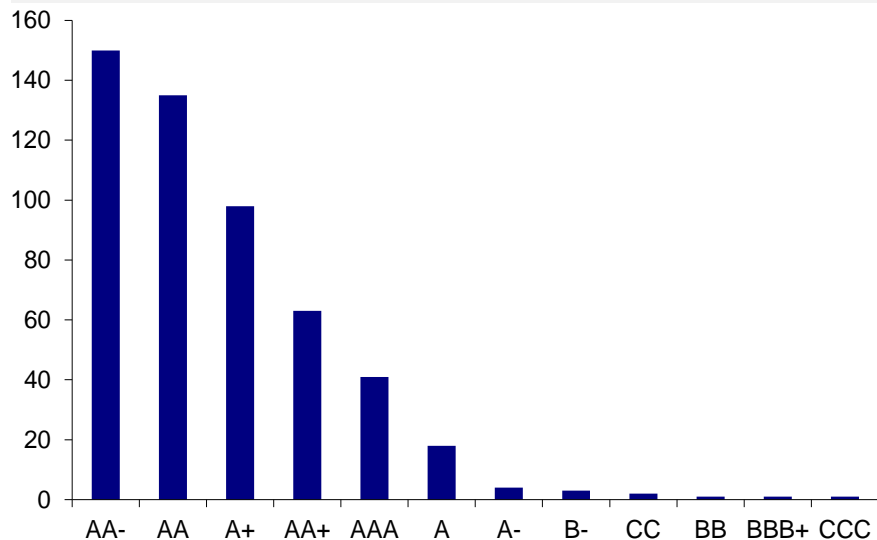
目前的转债市场

- ✓ 截至2023年7月17日，存量转债（包含公募EB）517只，规模超过8800亿元。
- ✓ 行业规模分布上银行转债、电力设备、交运转债较多，消费类转债较少。只数上看基础化工、电子、电力设备、医药较多。
- ✓ 评级分布上中高评级转债（评级AA-及以上）规模和只数均较多，低评级转债只数少，规模小。

按行业分布存量转债个数（只）



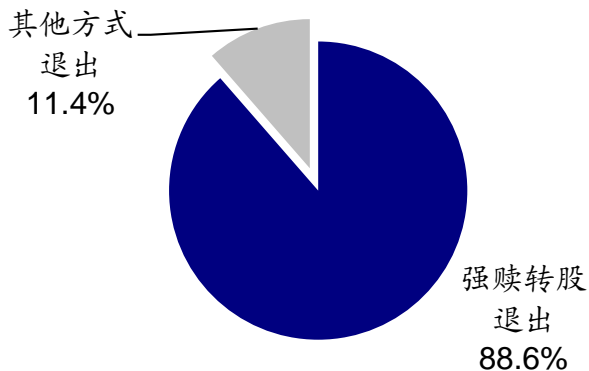
按评级分布存量转债个数（只）



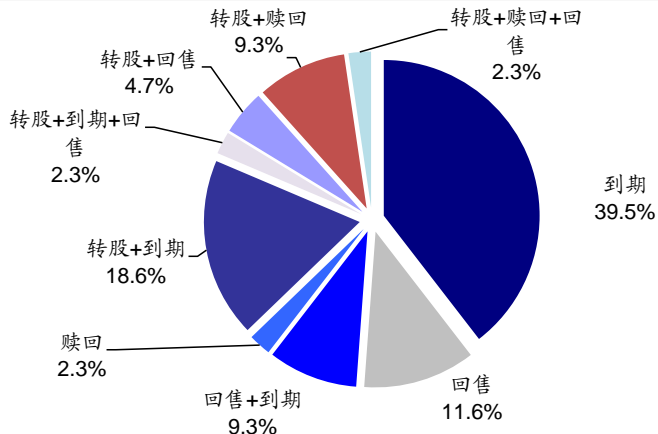
为何转股退出比例高？牛市+下修！

- ✓ 转债转股退出比例高的原因无非两点：
- ✓ 一是**牛市**，转债期限一般是5-6年，而在此期间往往能遇到牛市行情，如07年、09年、14-15年，包括19-21年，都有大量转债触发强赎转股。
- ✓ 二是**下修**，下修条款的存在，增加了转债相对正股涨跌的不对称性。熊市中，转债通过下修提升平价、避免回售，之后一旦遇到牛市行情就会更容易触发赎回。
- ✓ 93年以来截至23年6月2日，已退市的可转债及公募EB已经达到377只（不包括可分离转债），334只转债是转股退出（定义为转股比例大于90%），成功率在88.6%左右。

转债退出方式统计 (%)

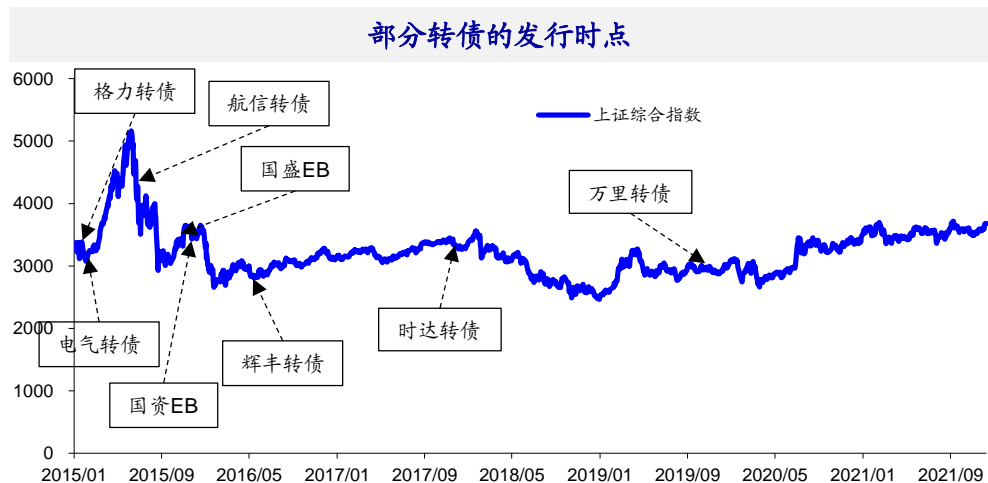


除转股退出外其他方式退出转债比例



转股失败的转债是因为什么？

- ✓ **回售退出的：**临近触发回售，公司未下修、下修未通过、或下修不及预期，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。触发条件回售时，转债价格低于回售价格，部分投资者选择回售。
- ✓ **到期赎回退出的：**上市后股价大幅下跌，公司不下修、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，但也没有触及回售，只能到期赎回。
- ✓ **其他原因：**如转债早期阶段的制度缺陷，导致转股失败。如转债强赎时机不佳，导致部分转股部分赎回，以及发行时点不佳等。
- ✓ **总的来看与下修运用不得当，或者本身转股意愿不高、行业景气度一直低迷或自身基本面不佳，市场环境大幅波动等有较大关系。**



1. 转债的基本概念
2. 转债的发展历程
3. 转债的条款分析
4. 转债的供需情况
5. 转债的投资思路

转债的基本条款

✓ 票息、评级、转股价、期限、规模等

除了基本的债券条款外，可转换债券还会增设一些特殊条款

- ✓ **向下修正条款：**当正股股价连续一定交易日跌到一定幅度时，下修条款使得发行人有权选择向下修正转股价格，但一般不得低于每股净资产，并保护持有人利益。
- ✓ **有条件赎回条款：**正股价格在若干个交易日内涨幅达到一定条件（多数为130%），发行人有权按照远低于转债市价的价格赎回转债（一般是面值+应计利息），从而迫使投资转股，完成转债摘牌。
- ✓ **有条件回售条款：**赋予投资人在股价低迷时将持有转债以约定价格回售给发行人的权利，降低损失。
- ✓ **选择回售条款（环旭转债新增）：**发行满三年时，可转债持有人享有一次回售的权利，实际赋予投资人在价格低迷的时候提前退出的权利。

条款触发条件有一定区别，对应赎回/下修等触发条件的宽松与否。

例如兴业股份可转债预案中条款规定：下修（10/30,90%），赎回（10/30,120%）相对更容易触发。

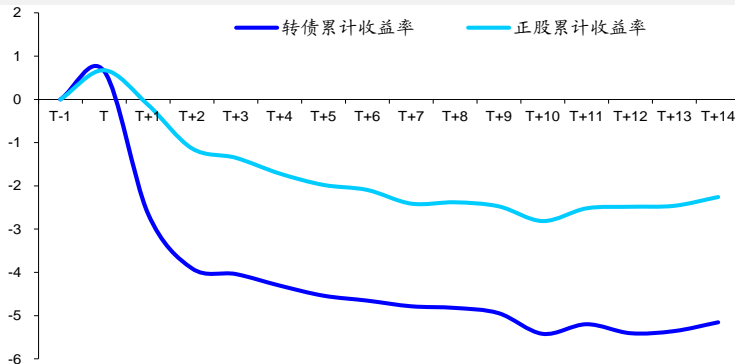
转债条款示例

转债名称	通威转债
发行规模	50亿元
债券期限	6年
票面利率	0.5%、0.8%、1.0%、1.5%、1.8%、2%
到期赎回价	110元（含最后一期利息）
转股期	6个月
转股价格	12.44元/股（初始平价101.5元）
主体及债项评级	主体AA+、债项AA+
向下修正条款	15-30, 80% (转债存续期间, 股票价格在连续30个交易日中有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%)
提前赎回条款	15-30, 130% (转转股期内, 股票价格在连续30个交易日中有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%)
回售条款	到期前2年, 30, 70% (到期前2年内, 股票价格在连续30个交易日低于当期转股价格的70%)

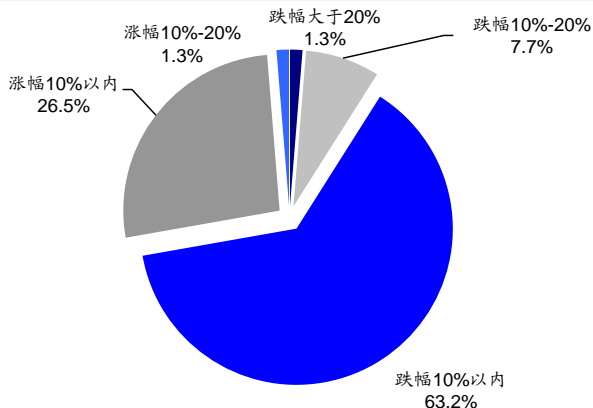
赎回条款：强赎后的走势情况

- ✓ 超过七成的转债强赎后次一交易日下跌，赎回后继续上涨的转债，在赎回前的转股溢价率基本都已经逼近于0。
- ✓ 转债强赎后正股会存在一定时间的抛压，平均看十个交易日后有所回升，另外，转债价格会在赎回公告后有所压缩。
- ✓ 如果超预期不赎回，溢价率会快速修复。

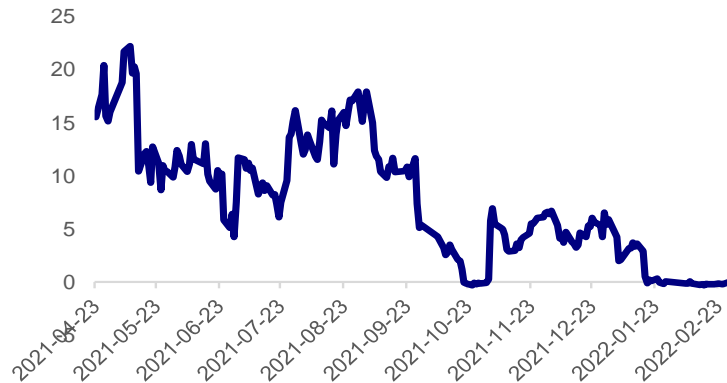
强赎后对转债及正股的冲击 (%)



强赎后次一交易日转债涨跌幅情况统计



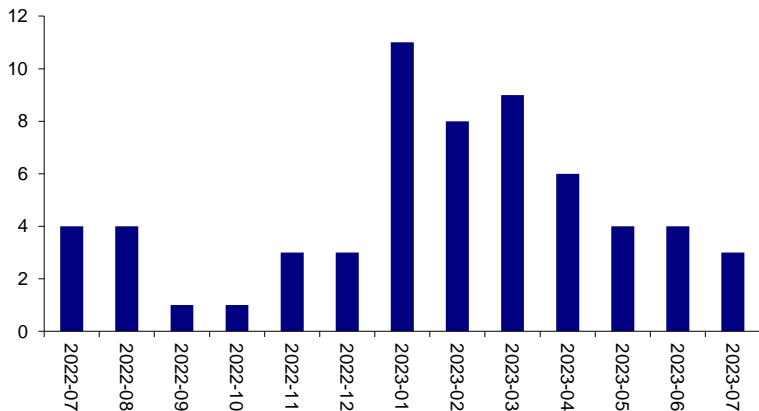
东财转3（退市）转股溢价率情况 (%)



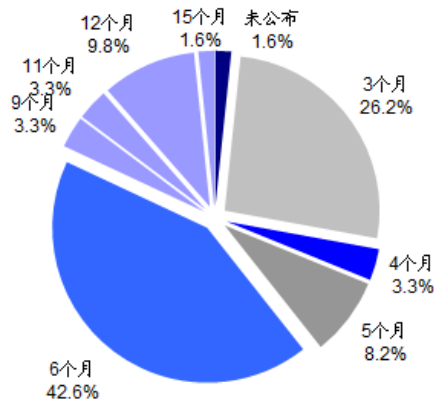
赎回条款：不赎回的可能考虑有哪些

- ✓ 存续时间相对较短，同时考虑债券持有人的利益
- ✓ 转债存续期间一定程度可以增加正股的关注度
- ✓ 大股东等转债持有人尚未减持完毕
- ✓ 考虑正股因素，不希望目前股价受到压制，希望缓慢转股

各月不赎回转债数量（只）



不赎回转债期限分布（%）



- ✓ 转股价调整主要有2种类型，包括下修和普通调整。对于公募转债，根据《可转换公司债券管理办法》规定，“上市公司向不特定对象发行可转债的转股价格应当不低于募集说明书公告日前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价，且不得向上修正”，应当公告的重大事件中包括：因配股、增发、送股、派息、分立、减资及其他原因引起发行人股份变动，需要调整转股价格，或者依据募集说明书约定的转股价格向下修正条款修正转股价格。

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1 + n)$;

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / 1 + k$;

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / 1 + n + k$;

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$;

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / 1 + n + k$

其中： P_0 为调整前转股价， P_1 为调整后转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利。

✓ 派送股票股利或转增股本：没有影响

$$\frac{\text{平价（调整后）}}{100} = \frac{S_1}{P_1} = \frac{\frac{S_0}{1+n}}{\frac{P_0}{1+n}} = \frac{S_0}{P_0} = \frac{\text{平价（调整前）}}{100}$$

✓ 派送现金股利：平价（调整前）>100元时，现金分红会使平价抬升

$$P_1 = P_0 - D$$

$$S_1 = S_0 - D$$

$$\begin{aligned} \frac{\text{平价（调整后）}}{100} &= \frac{S_1}{P_1} = \frac{S_0 - D}{P_0 - D} \\ \frac{\text{平价（调整前）}}{100} &= \frac{S_0}{P_0} \\ \Delta &= \frac{S_0 - D}{P_0 - D} - \frac{S_0}{P_0} = \frac{D(S_0 - P_0)}{(P_0 - D)P_0} \end{aligned}$$

其中： S_0 为调整前股价， S_1 为调整后股价， P_0 为调整前转股价， P_1 为调整后转股价， D 为每股派送现金股利。当 $S_0 - P_0 > 0$ 即 $\frac{S_0}{P_0} > 1$ 时， $\Delta > 0$ ，当 $\frac{S_0}{P_0} < 1$ 时， $\Delta < 0$ ，当平价（调整前）>100元时，现金分红会使平价抬升，且 $S_0 - P_0$ 越大， Δ 越大，提升程度更大。

- ✓ 增发新股：需要考虑增发价格与调整前转股价的关系，关注相关风险（定增后平价大幅调低）和机会。

$$P_1 = (P_0 + A \times k) / 1 + k$$

$$\frac{\text{平价（调整后）}}{100} = \frac{S_0}{P_1} = \frac{S_0 (1 + k)}{P_0 + A \times k}$$

$$\Delta = \frac{S_0 + S_0 \times k}{P_0 + A \times k} - \frac{S_0}{P_0} = \frac{S_0 k (P_0 - A)}{P_0 (P_0 + A k)}$$

其中： S_0 为调整前股价， S_1 为调整后股价， P_0 为调整前转股价， P_1 为调整后转股价， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价。

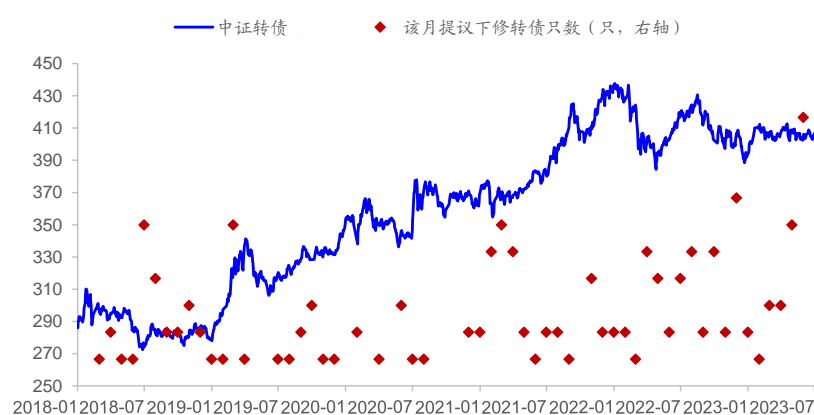
当 $P_0 - A > 0$ 时，调整前转股价大于增发新股价时，平价上升；当 $P_0 - A < 0$ 时，调整前转股价小于增发新股价时，平价下降

- ✓ 配股时正股股价则需要相应调整。回购若调整，则 K 为负值。

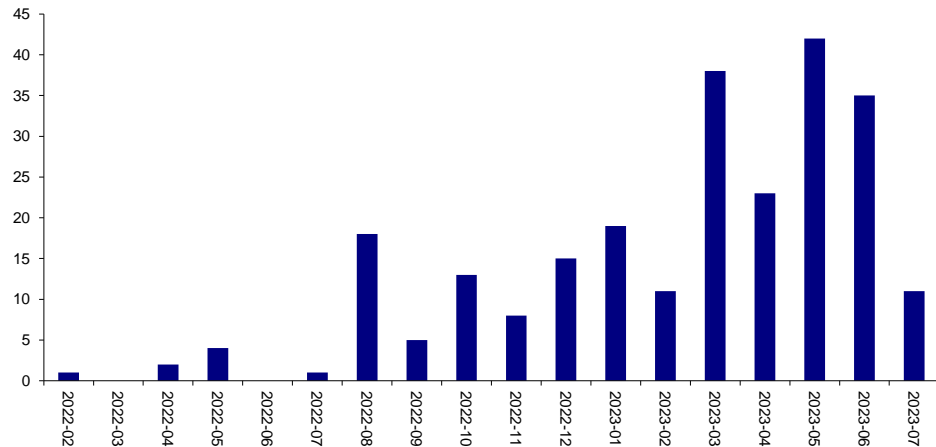
下修：行情低迷时需要重点关注

- ✓ 下修多发生在市场低迷时，例如18年等。
- ✓ 公司下修的考虑较多：配合避免回售的被动下修、主动促转股下修等。
- ✓ 不下修也明显增多，或出于未来股价预期以及股权稀释程度等考虑。

转债指数与下修情况



各月不下修转债数量 (只)



1. 转债的基本概念
2. 转债的发展历程
3. 转债的条款分析
4. 转债的供需情况
5. 转债的投资思路

供给：公募可转债的发行条件及流程

✓ 条件：

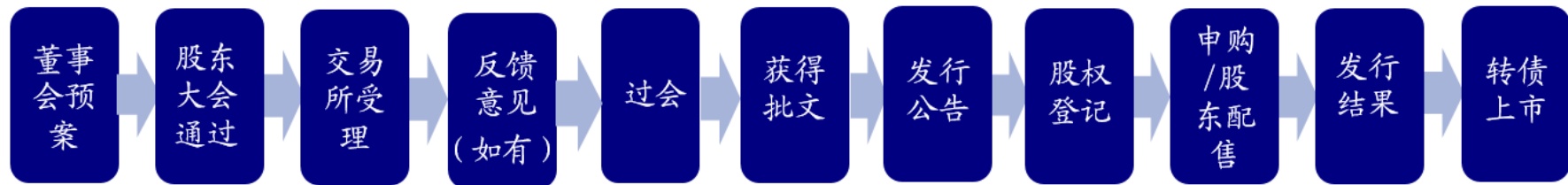
- （一）具备健全且运行良好的组织机构；
- （二）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；
- （三）具有合理的资产负债结构和正常的现金流量；

主板：符合前述规定外，应当最近三个会计年度盈利，且最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%；净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。

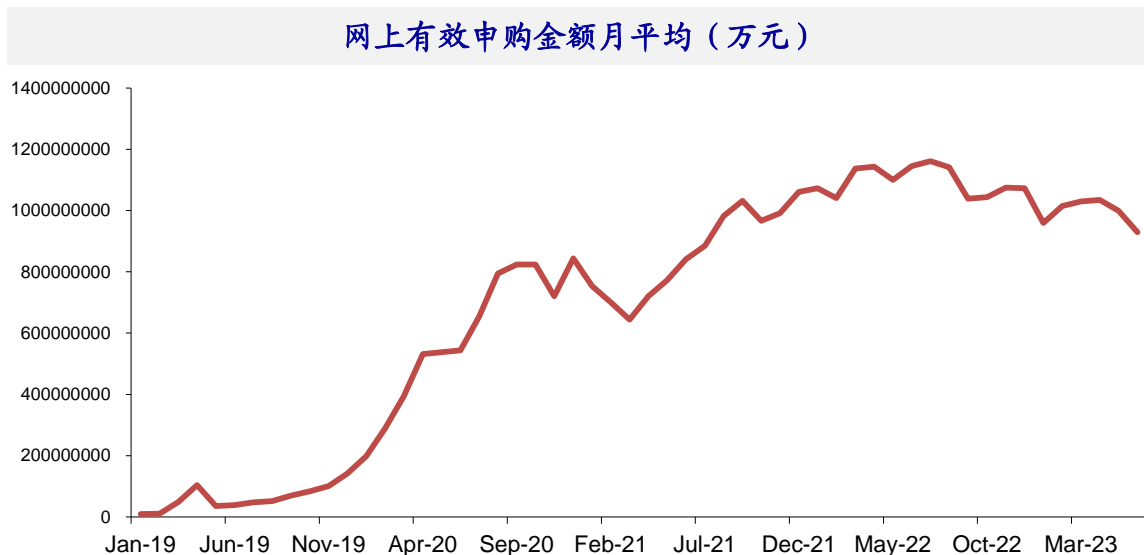
创业板：符合前述规定

科创板：符合前述规定

- ## ✓ 流程：
- 董事会预案—股东大会通过—交易所受理—反馈意见（如有）—过会—获得批文—发行公告—股权登记—申购/股东配售—发行结果—转债上市。交易所收到注册申请文件后，五个工作日内作出是否受理的决定。交易所应当自受理注册申请文件之日起二个月内形成审核意见。中国证监会在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。中国证监会的予以注册决定，自作出之日起一年内有效。

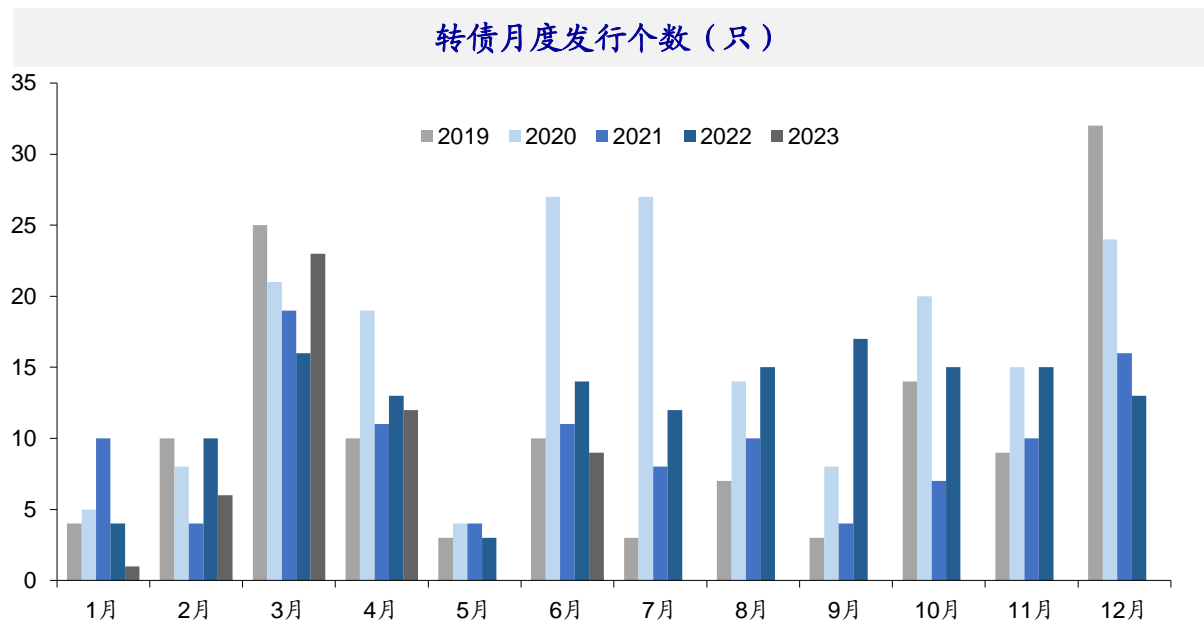


- ✓ 目前转债发行两种模式：网上发行、网上+网下。
- ✓ 目前主要以网上发行为主。网上发行中签率较低，机构通过一级参与难度较大。2022年以来未出现网下发行，即使是对于大盘转债。
- ✓ 网上申购金额与市场情绪、赚钱效应等有关。



供给：发行节奏波动明显

- ✓ 转债发行节奏有明显波动。一般来说年报前、三四季度是发行旺季，年报季后是发行淡季（分红等权益分派因素影响）。



供给：转债与定增的替代性

- ✓ 作为再融资的两大重要途径，转债与定增有相互替代的作用。
- ✓ 2020 年再融资政策调整后，转债供给并没有出现大幅的缩减，定增对于转债的冲击是有限的
- ✓ 转债的发行费率更低，转股期长，股本稀释更慢，公募转债网上发行便利，部分正股长期处于破净状态，定增发行难度较大。

2014-2021 年定增和转债的发行规模（亿元）

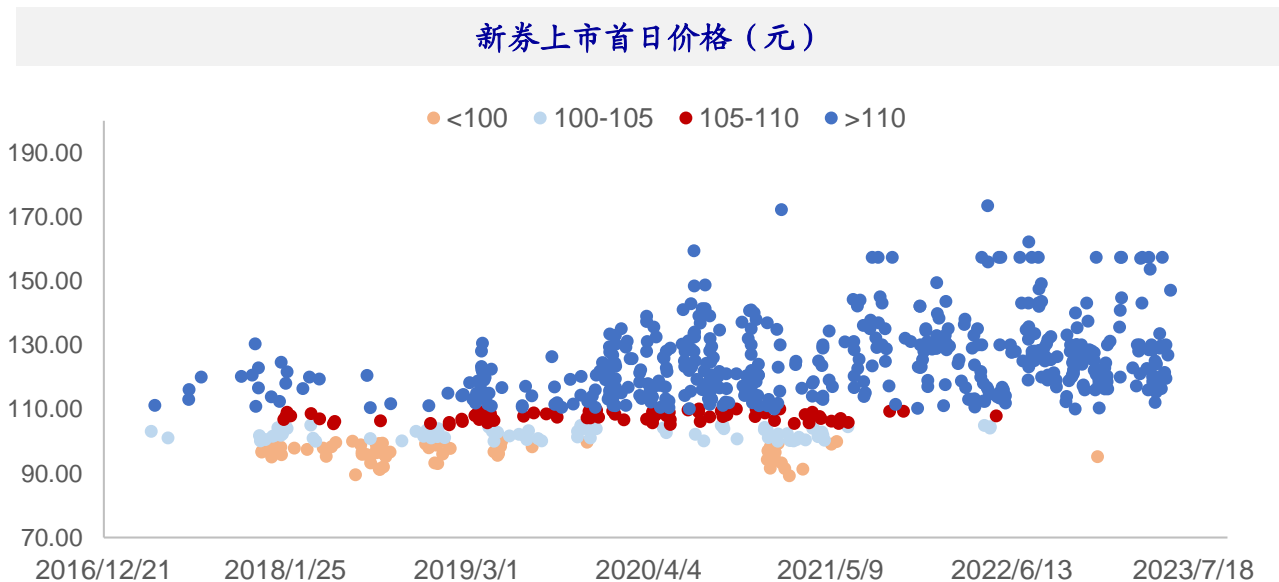


定增与可转债的特点

	定增	可转债
发行门槛	无硬性财务要求	对于主板发行可转债，有最近 3 个会计年度加权平均 ROE 不低于 6% 等要求
财务费用	无利息支出	每年需支付利息
融资步骤	简单	需促转股
发行费率	高	低
股权稀释	快	慢
发行方式	网下	网上网下均可
锁定期	6/18个月	6 个月

上市价格随市场波动

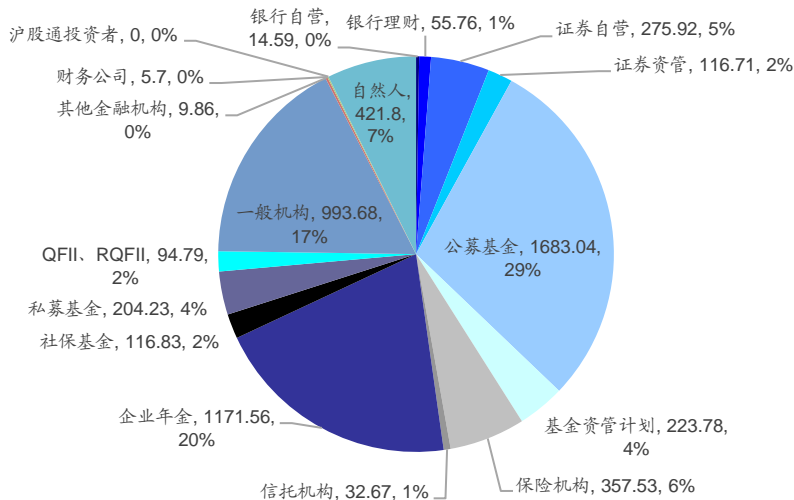
- ✓ 18年以来新券上市破面现象比较频繁，19年破面率有明显的下降，全年约为11%。
- ✓ 20年转债市场情绪较好，直至12月才出现上市破面现象，破面率仅有3%。21年下半年至今，上市破面的转债较少。



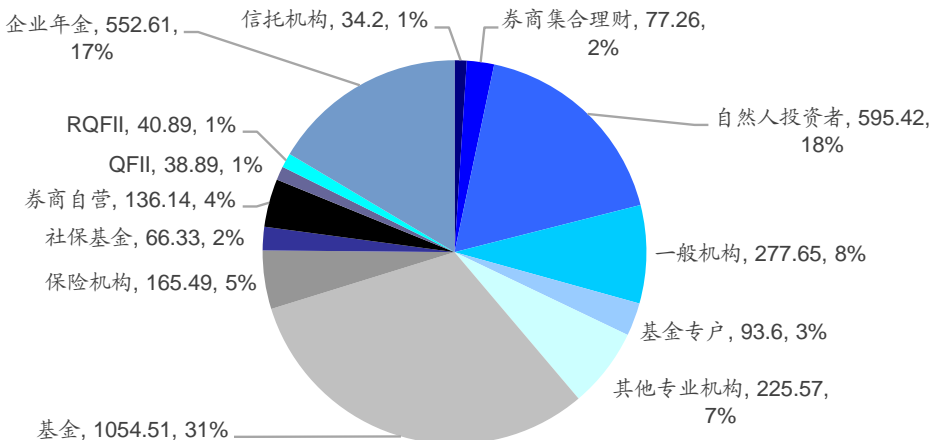
需求：转债持有人结构

- ✓ 机构投资者中，基金是主要持有机构，近年来年金逐渐成为重要力量。
- ✓ 一般法人、自然人对转债市场影响不容忽视

上交所主要类型持有者转债持仓情况（亿元）



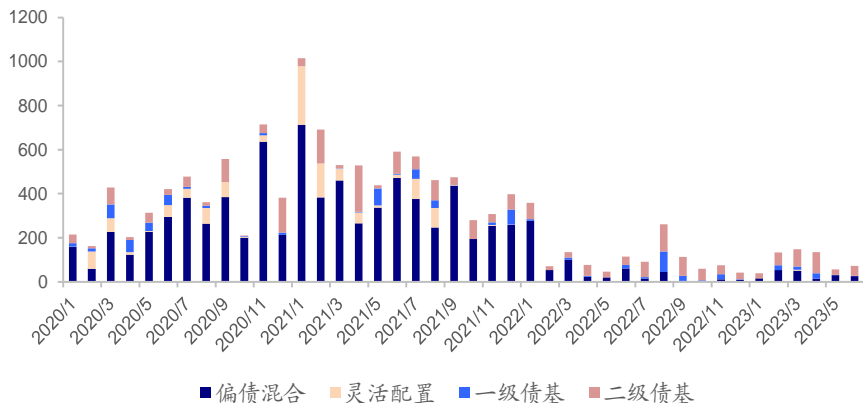
深交所主要类型持有者转债持仓情况（亿元）



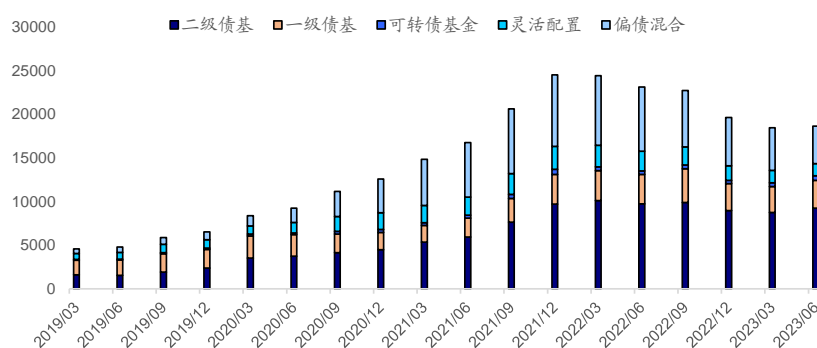
需求：固收+基金规模

- ✓ 广义固收+基金是转债需求的重要影响因素，也是20-21年转债大行情的重要资金来源。
- ✓ 22年以来固收+基金新发放缓，存量也有一定萎缩。23Q2存量广义固收+基金规模约1.86万亿（21Q4高点约2.4万亿），23Q2狭义固收+基金规模大约1.02万亿（22Q4约为1.13万亿）。

转债仓位较高的主要类型基金新发行情况（亿份）



广义固收+基金规模（亿元）

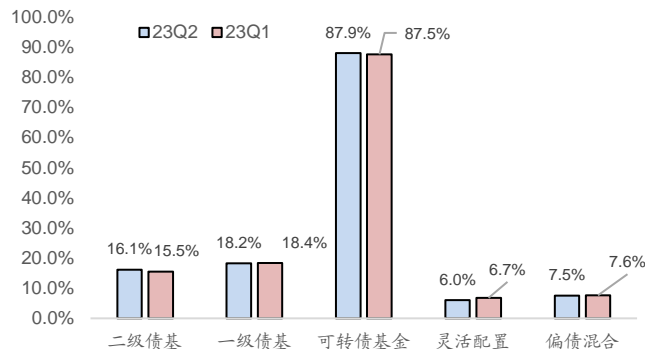


资料来源：WIND，海通证券研究所，注：狭义固收+我们选取近四个季度或成立以来权益类资产（股票+可转债+可交债）平均仓位在10%-30%的一级债基、二级债基、偏债混合及灵活配置基金；广义固收+考虑一级债基、二级债基、偏债混合及灵活配置（灵活配置22年以来季度最高股票仓位不超过40%），并剔除22Q4和23Q1无数据的新发基金，以及22年以来季度最高股票+转债仓位小于5%的基金；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

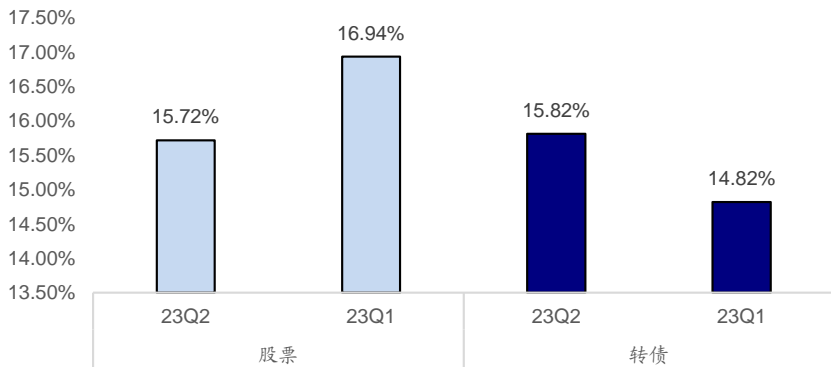
需求：固收+基金仓位

- ✓ 不同基金类型转债仓位分化。转债基金的转债仓位最高，其次是一级债基（股票仓位限制），和二级债基。
- ✓ 仓位的变化受到转债和股票性价比，以及对于权益市场趋势的判断等影响。

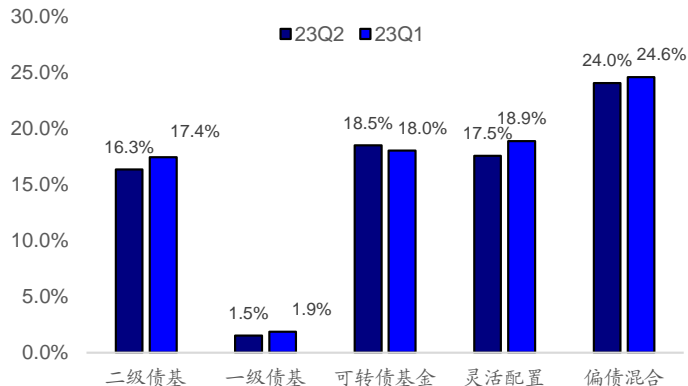
广义固收+基金转债仓位情况



23Q2广义固收+基金仓位变化



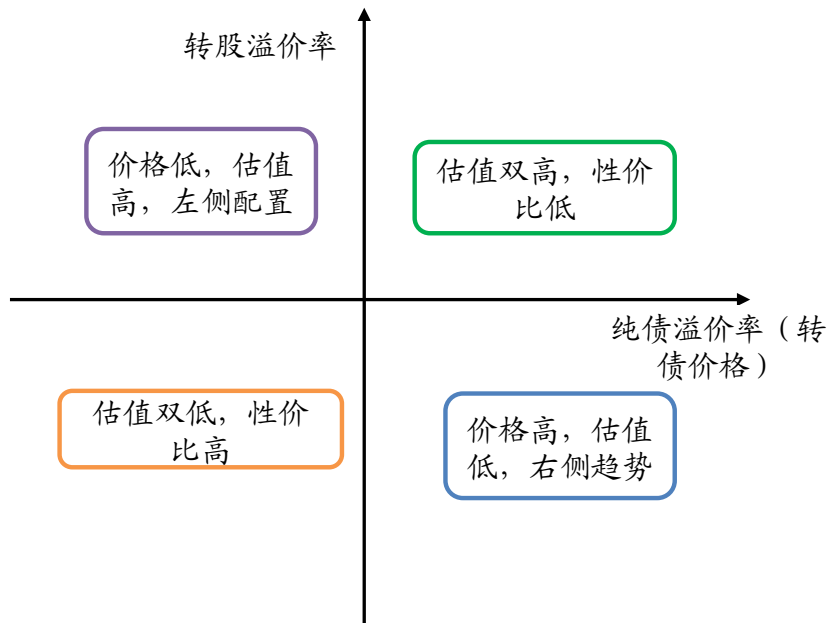
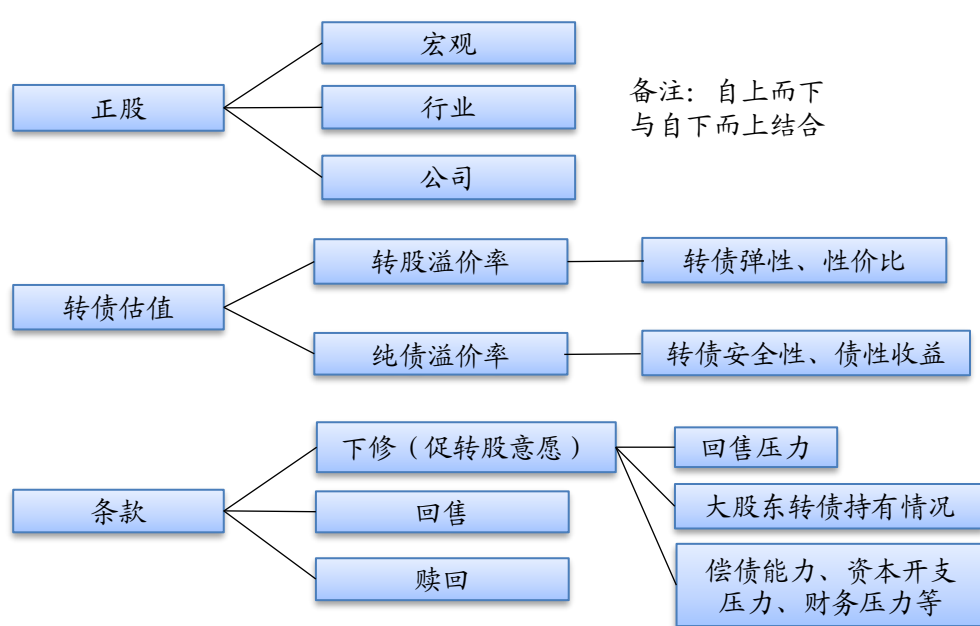
广义固收+基金股票仓位情况



1. 转债的基本概念
2. 转债的发展历程
3. 转债的条款分析
4. 转债的供需情况
5. 转债的投资思路

转债靠什么赚钱？

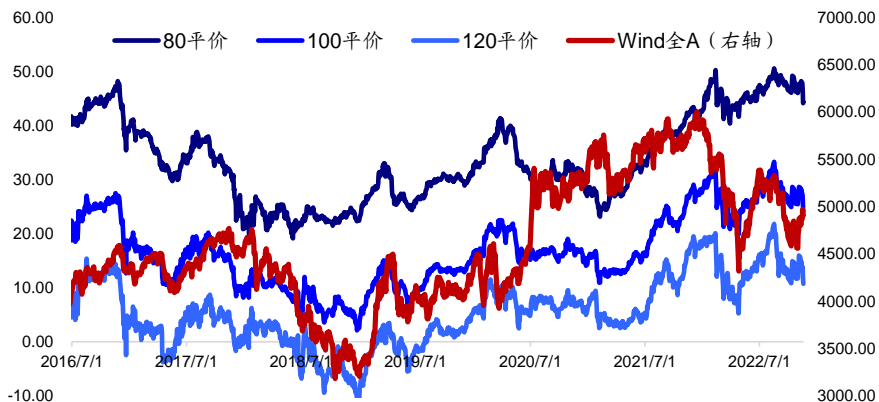
- ✓ 转债四大驱动力：正股、估值、条款、债底。
- ✓ **赚正股的钱**：转债主要的盈利模式，通过正股上涨带来转股价值上涨，带来转债价格上涨。核心在于择券（正股基本面等），风险在于股市的波动（18年转债就很难能赚到正股的钱）



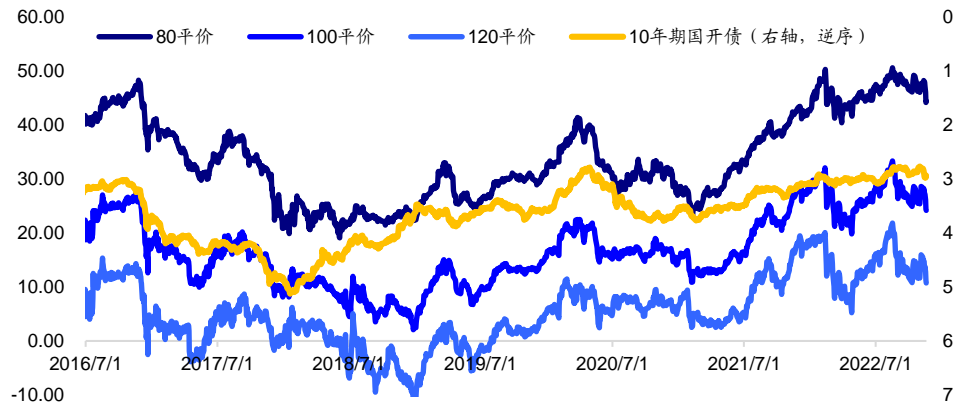
转债靠什么赚钱？

- ✓ **估值驱动力：**估值的影响因素主要有流动性、股市趋势、供求关系、机会成本等。
- ✓ 股市趋势性行情时转债赚钱效应较好，估值一般同向变动；流动性宽松有利于估值提升，流动性冲击下转债估值受到显著影响，供给过快也会产生流动性压力。

股市走势与转债估值（%）变化

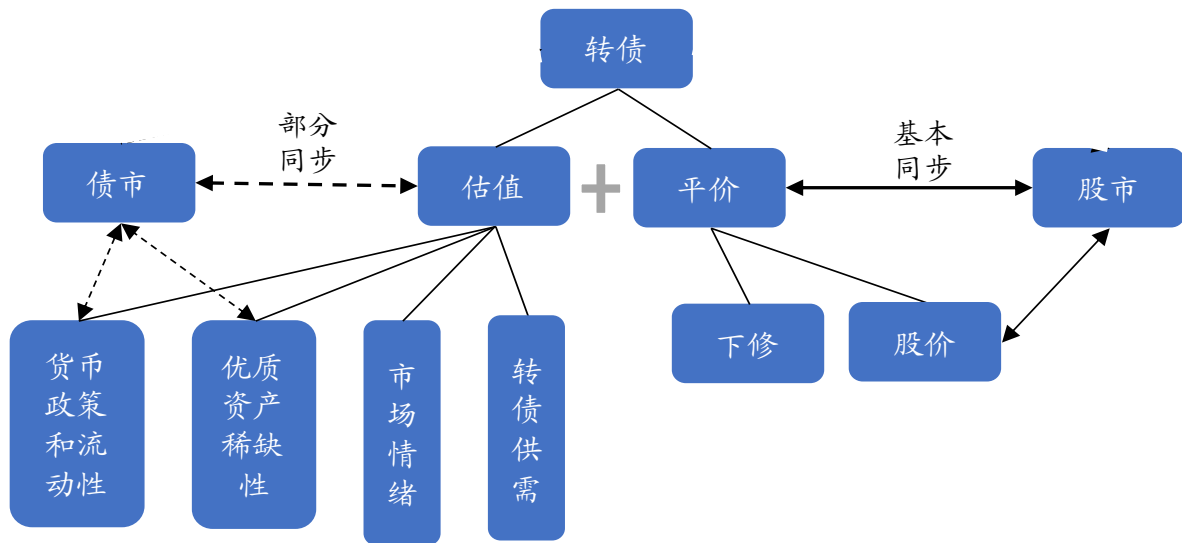


转债估值与债市关系（%）



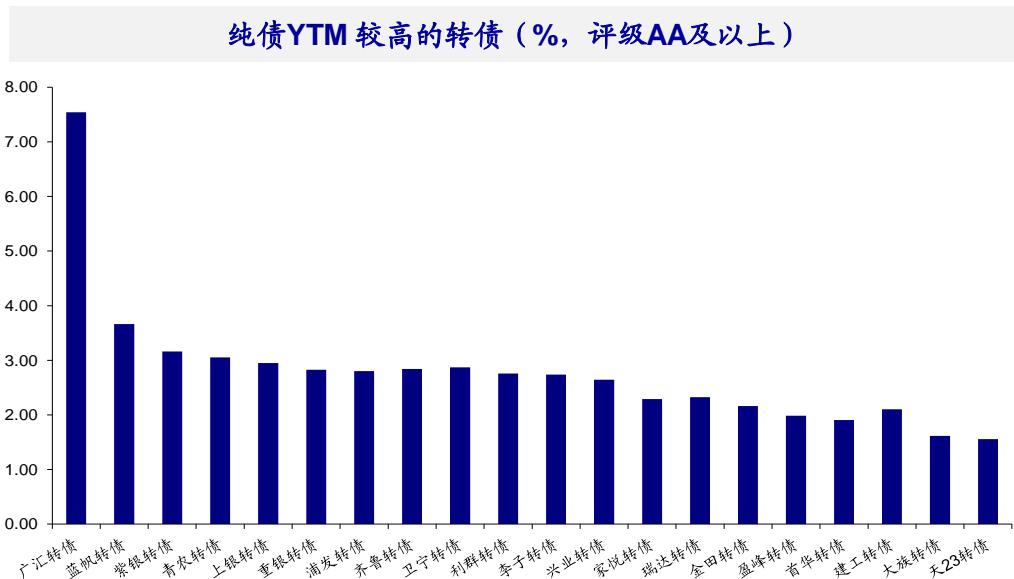
转债扮演何种角色？

- ✓ 我们可以把转债拆分为“平价+估值”两个部分，平价的变化与股市基本同步，但估值的变化则与债市有一定的同步性。
- ✓ 19年以来：**1) 转债估值中枢抬升。****2) 内在变化：**不赎回打破高价转债溢价率趋于0的规律；注册制下创业板、科创板等偏成长风格的弹性标的供给增多；固收+基金需求侧的影响，例如21年。**3) 外在变化：**19年、21年、22年中几轮抬升都伴随着流动性宽松或资产荒现象



转债靠什么赚钱？

- ✓ **赚债性的钱：**即将转债看做是债券+期权。核心在于如何平衡股性和债性，债性太强则期权价值较低，转债变纯债；债性太弱则保护不够，YTM收益不足。纯债策略相对来说适用于债市行情好，但股市行情非常弱的情况。
- ✓ 风险则主要来自信用风险（18年信用债市场风险频发，20年末的永煤影响以及鸿达转债事件，23年的退市风险和下调评级等）



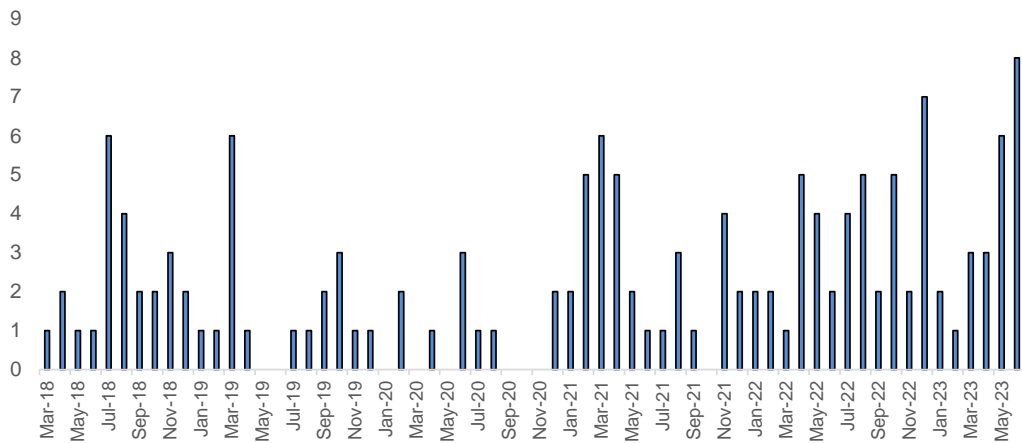
转债靠什么赚钱？

赚条款的钱：转债相对正股超额收益的主要来源，核心是下修条款博弈。

下修的动机主要有以下几种：

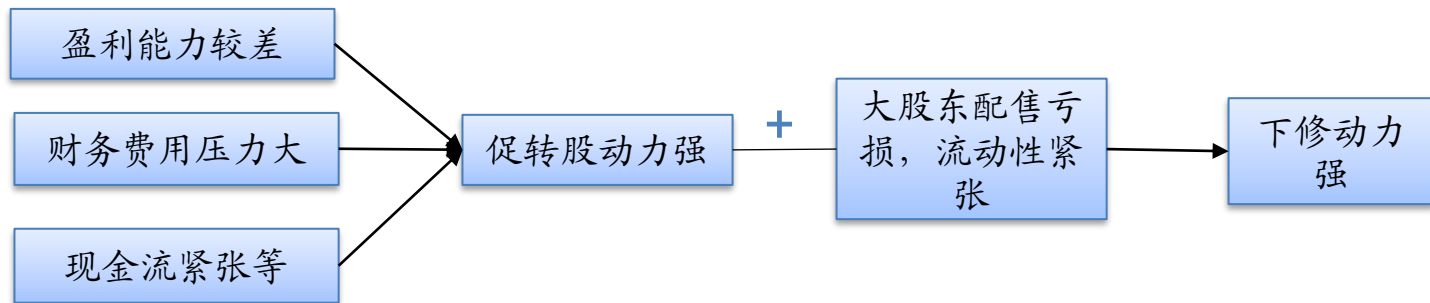
- ✓ 一是传统的回售下修，即规避回售压力下修。
- ✓ 二是股东配售比例较高，而转债价格低于面值出现亏损，加上部分转债大股东质押比例较高、流动性紧张，出于止损的目的，就会有较强的下修动力。
- ✓ 三是银行转债下修，基本都是出于补充资本金的目的。
- ✓ 四是为了减轻财务费用压力等其他原因。

18年以来各月董事会提议下修转债只数（只）



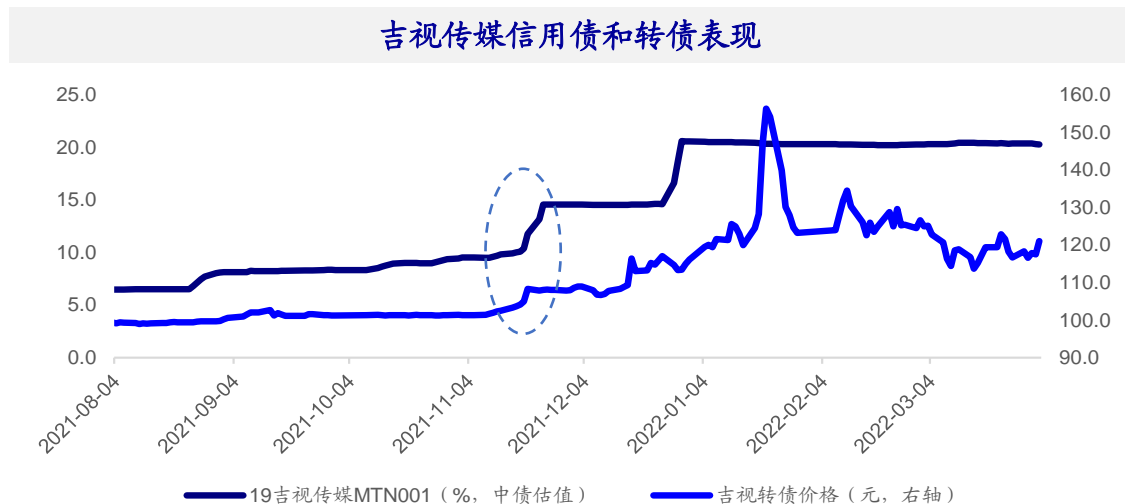
转债与信用债逻辑背离？

- ✓ **下修的背后的一种逻辑：**可能有盈利能力较差、财务费用压力较大、现金流较紧张的情况，公司发行转债的目的就是促转股后达到定增融资的效果，因此对下修持开放态度。再加上部分转债大股东配售之后亏损，而大股东本身的质押率较高，流动性不佳，就更有推动下修的动力。
- ✓ **从这一角度来看，转债的逻辑与传统信用债就有些背离，**即从信用角度来看“较差”的公司，由于促转股动力强，反而容易下修，从而利好转债。因此，转债与股票和传统信用债均有区别，“差股票、差债券”不等于“差转债”。在转债择券时，既要考虑正股资质，也要结合条款特点。



转债与信用债逻辑背离？-案例

- ✓ 以**19吉视传媒MTN001**和**吉视转债**为例，信用债在21年11月时估值大幅抬升，下跌明显，但是转债表现相对平稳。21年11月18日公告董事会提议下修，次日转债有小幅上涨。从后续转债价格和信用债估值表现来看，转债与信用债走势背离，主要是转债下修+跟随股市上涨带动

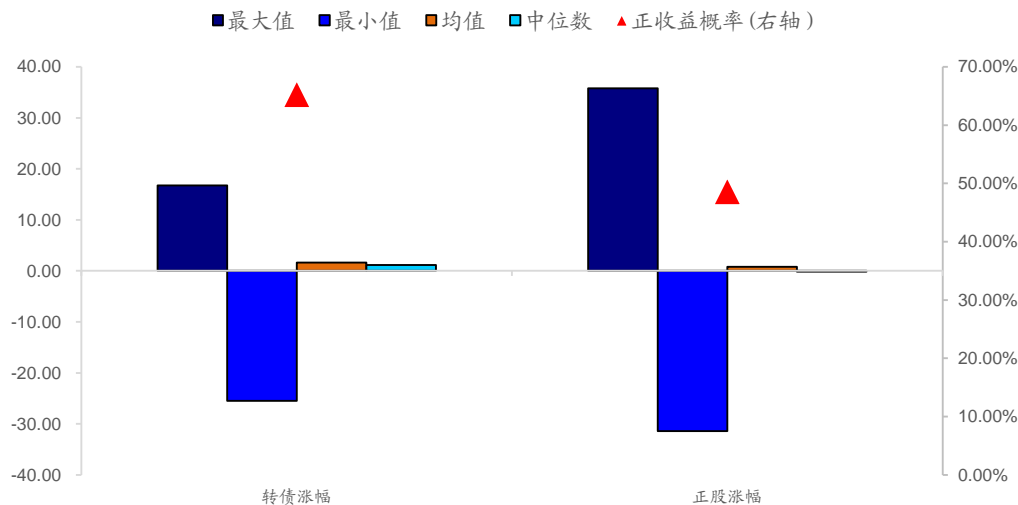


- ✓ **转债转股后摊薄股本，下修会加大摊薄力度。**尤其是对于大股东持股比例不高的转债正股来说，下修可能会导致大股东丧失公司的控制权等；一旦涉及到这一层顾虑，则转债的下修会比较困难，或者下修但幅度有限。
- ✓ **每股净资产和下修前均价，限制了下修力度。**前面的条件主要制约银行转债（PB在1倍以下），后面的条件主要制约正股下跌后下修的情况。
- ✓ **事前选择相对困难，一些可能的角度：**
 - （1）已触发下修，大股东仍持有较大比例转债，此时主动下修意愿可能相对较大；
 - （2）进入回售期避免回售的被动下修。需要注意可能的信用风险，大股东股权质押比例、货币资金充足情况、企业性质和下修后的股权稀释情况等也需要纳入考虑。被动下修市场可能会提前打满预期。而部分被动下修的目的也许仅是为了避免回售，这种情况下由于促转股意愿不强，下修后转债平价较低，对价格贡献不强，会导致博弈下修收益不高。

董事会提议下修后参与收益如何？

- ✓ 假设董事会提议下修公告发布后下一个交易日的收盘价买入，股东大会通过下修公告发布后下一交易日收盘价卖出，简单回顾18年以来截至23年7月22日成功下修的案例（150次，剔除辉丰及上市前就提议下修的海兰转债），简单算数平均的收益率大概为1.63%，取得正收益的概率为65%，如果考虑下修失败的影响，平均绝对收益和胜率会下降。

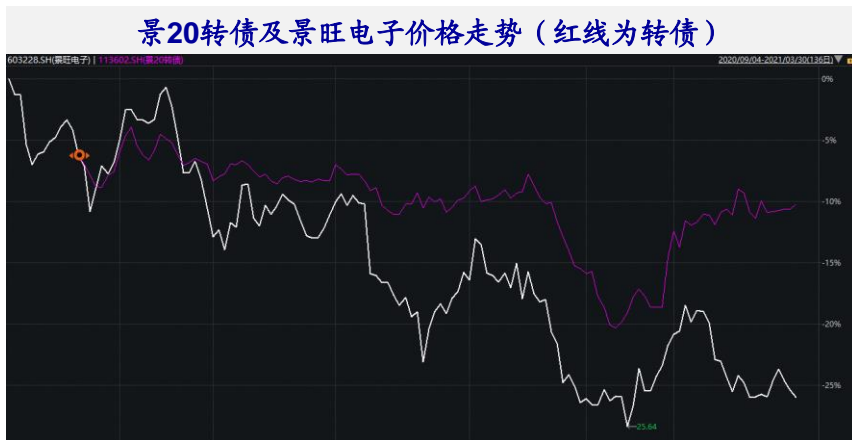
董事会议案至股东大会公告日期间，下修转债收益率（%）



董事会提议下修后需要考虑什么？

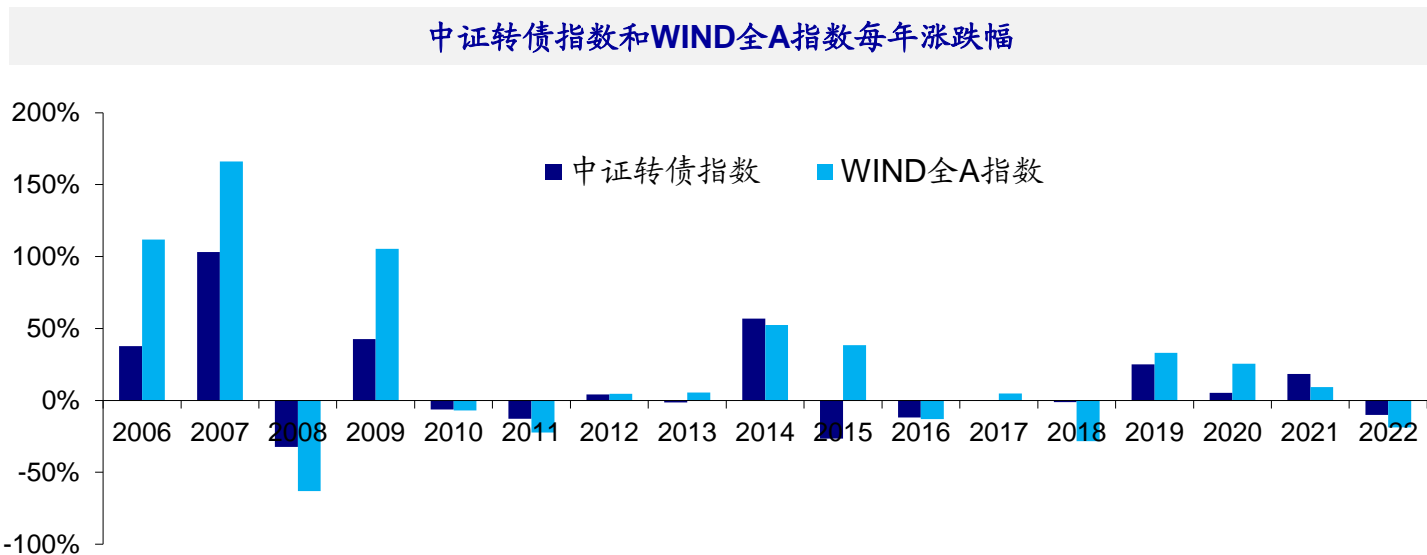
- ✓ **正股走势**：如果期间正股跌幅较大，转债获得正收益相对较难，例如久其转债等；
- ✓ **是否超预期下修**：如果超出市场预期的情况下，参与后收益相对较好，例如下修的景20转债，期间正股下跌3.2%，但转债上涨6.56%。
- ✓ **下修是否到位**：如果下修不到位，下修施行当天转债容易有明显跌幅，例如水晶转债和19年11月下修的洪涛转债。
- ✓ **如果下修被否会明显影响收益**。

总体来看，关注超预期提议下修且下修大概率到位，正股资质相对较好，股价没有处于明显下行通道的标的或是相对更好的选择。



转债相对股市的收益如何？

- ✓ 06年、07年、09年等牛市阶段，转债的涨幅大幅落后于股市。而08年、11年，18年等熊市阶段，转债相对股市表现更好。21年流动性宽松债券牛市表现也优于股市。



自上而下还是自下而上？转债择券的影响因素

- ✓ 转债目前存量较多，覆盖了几几乎所有的大类行业，有行业的龙头标的，但更多是行业中的小票，行业卖方都很少覆盖的标的。完全自下而上挖掘，工作量和难度都太大。完全的自上而下也不现实。毕竟转债投资是落实到个券标的，行业的情况、个券基本面也需要覆盖和跟踪。
- ✓ 因此更多要“自上而下”和“自下而上”相结合，通过对大类资产、股市风格等的判断，确定看好的板块、行业，再结合转债估值和条款情况，挖掘重点标的。
- ✓ **资金属性影响转债择券思路。** 例如对于公募基金等负债端相对不稳定的机构来说，更加关注转债的股性和性价比，偏爱高性价比，或者平衡及股性券、大盘券，偏交易思路。而对于保险、年金、专户等负债端稳定的机构来说，其风险偏好更低，资金期限更长，会关注转债的债性，偏爱中低价券，更多将转债视为有期权价值的品种，偏配置思路。
- ✓ **不同部门对转债的需求也不一样。** 由于转债的弹性介于股债之间，因此对于权益投资者，更多看中转债的抗跌性和稳定收益的特征。偏爱债性券、低价券，靠转债来做底仓配置，对弹性的要求偏低（已经有股票提供弹性）。而对于固收投资者，更多看中转债的弹性（相比纯债的弹性更大）。由于有纯债做底仓配置，因此固收投资者不太喜爱债性券，偏爱平衡及股性券、大盘券，更多是利用转债做弹性。

风险提示

基本面变化、股市波动、政策不达预期、价格和溢价率调整风险、信用风险。

分析师声明

王巧喆: 固定收益研究

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。

固定收益研究团队:

固定收益分析师: 王巧喆

SAC执业证书编号: S0850521080003

电话: 021-23154142

Email: wqz12709@haitong.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

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。