

# 可转债隐含认沽权利 中行转债攻守兼备

**编者按:**9月中旬重工转债的爆发,让不少投资者领略到可转债的赚钱魅力。近日,工行、中行、民生分别发布了可转债结果公告,更是引发市场对可转债投资的极大关注。本文作者以中行转债为例,首次提出无论中行正股股价如何涨跌,中行转债在不加杠杆的情况下收益率均高于中行正股(以2016年的转股价为计算基础)的观点,同时首次提出可转债(特别是大盘蓝筹转债)在事实上隐含一项“认沽权利”和中行转债面临无风险的投资机遇等观点,值得投资者借鉴和分享。

方锐

股票投资由于其永无到期期限、无保本性、价格波动大等特点,而令很多投资者不敢轻易介入。幸运的是,内地资本市场并非只有股票可以投资,债券作为一类低风险的投资品种理所当然不可忽略,其中可转债因其兼具进攻退守的特点而不失为投资佳品,目前的中行转债(113001)即为一例。

## 中行转债到期收益率

中行转债是2010年6月2日发行的,将于2016年6月2日到期,目前距离到期日还剩下2年零8个月。中行2013年9月30日收盘价为100.4元,未来两年中行转债的利息分别为1.4% (2014年6月2日付息)、1.7% (2015年6月2日付息),到2016年6月2日转债到期时,中国银行将以可转债票面值的106% (含当期利息)赎回全部未转股的可转债。这就意味着,对于机构投资者而言,以目前价位(100.4元)买入中行转债,假设在到期前没有转股,则其年化复合收益率为3.16% (即复利收益率);对于个人投资者而言,由于存在20%的债券利息所得税,因此需要适当的避税措施:假设其在到期前没有转股,如果直接持有到到期日等待中国银行赎回,则名义上106元的赎回价,投资者扣税后只能得到104.8元,而如果选择在转债到期前的最后一个交易日卖出,则到时的市场价会在105.85元左右(可转债一般在到期前的半个月左右交易,考虑无风险收益率,折让0.15

元,机构投资者即会进场买入),因此,个人投资者可以获得  $(1.4+1.7) \times 0.8 + 105.85 = 108.33$  元,折合年化复合收益率为2.9% (持有期比机构投资者少半个月)。综合而言,投资者以目前价位买入中行转债并持有到期(或于最后一个交易日卖出)大约可以获得年化3%的投资收益率(以下分析不计债券利息所得税)。

## 中行转债转股溢价率

所谓可转换债券,其本身除了具备债券性质外,还附加了一个认购权证的条款。中行转债当前转股价为2.82元,中国银行(601988)9月30日的收盘价为2.78元,中行正股价格相对转股价折价约1.4%,中行转债相对于中行正股的转股溢价率约1.8%  $(100.4 \div 2.78 / 2.82)$ 。在未来2.67年里,持有中行转债的投资者在到期前还将获得3.1元的利息,这足以对冲掉转债相对于正股1.8%的溢价(目前大约溢价2元)。

## 中行转债与正股之优劣

笔者预计2013年中行每股收益约为0.56元,中行目前的派息率(分红率)为35%,因此2014年的每股分红(2013年年度分红)可能会为0.196元。假设未来两年中国银行的净利润每年增幅为5%,派息率不变,则2015年与2016年的现金分红分别为0.206和0.216元。根据中行转债的条款约定,中国银行每年在分红(包括现金、送股、配股等)时,中行转债的转股价

也都要做相应的调整。下面笔者分中行上涨与下跌两种情况做个测算:

第一种情况,中行股价上涨。假设2016年5月30日时,中国银行的股价比现价高出10%,即为3.06元  $(2.78 \times 1.1)$ ,则中国银行算上分红的复权价为3.68元,累计收益率为32.4%。再看转债的情况,按照上述假设,到2016年5月底时,中行转债的转股价为2.2元,由于存在转债转换成正股套利的可能,比如买入中行转债的同时融券卖出中行正股,第二日再将中行转债转成中行正股还券,所以中行转债持对中行正股持续大幅度的折价是不可能的。据此,我们假设此时中行转债处于转股平价的状态,此时中行正股相对中行转债的转股溢价39.1%  $(3.68 / 2.2)$ ,因此中行转债此时的债券价格为139.1元,再加上2014与2015年度的利息,复权价为142.2元,投资收益率为:  $142.2 / 100.4 = 41.6\%$ 。在假设中国银行价格上涨20%的情况下,同理可得,中行复权后的累计收益率为42.1%,而中行转债复权后的累计收益率为54.1%,可见,在中行上涨的情况下,中行转债的收益是超过中行正股的。

第二种情况,中国银行股价下跌。假设中行正股股价在2016年5月底时比现价下跌20%,则中行复权后的累计收益率为2.23%,此时如果按照转债转股平价计算,中行转债价格应为101.1元。但是由于中行转债此时已经十分接近到期日,因此中行投资者可以选择到期收回本息或者在二级市场直接卖出,复权后累计收益率为8.66%。若中行股价下跌30%,则中行正股复权后累计收益率为-7.8%,中行转债累计收益率依然为8.66% (原因同上)。

由此可见,中行股价上涨时,中行转债涨幅大于中行;中行股价大幅下跌时,中行转债的跌幅却会远小于中行。因此,无论中行股价如何变动,中行转债均优于中行正股的表现,攻守两相宜(见下表)。

中行股价涨跌幅	10%	20%	-20%	-30%
中行正股累计收益率	32.4%	42.1%	2.23%	-7.8%
中行转债累计收益率	41.6%	54.1%	8.66%	8.66%

有一点值得注意,当中国银行股价大幅上涨至其转股价的130%,且30个交易日中至少有15个交易日在130%以上时,中国银行可能会发出强制赎回的公告,不过此时中行转债的投资者如果继续看好中行,只需把中行转债换成中行正股即可。如果不再看好中行正股,则可以直接卖出。此时中行转债的累计收益率依然是大于中行正股的。

## 隐含价值:认沽权利

中行转债实际上还存在一项隐含价值——隐含认沽权利。每一张中行转债



中行转债 K 线走势图

翟超/制图

除了包含一份认购权利以外,实质上还隐含了一份“认沽权利”。比如2.67年以后,假如当时的中行正股已经大幅下跌,但中行转债却非常确定地取得了年化约3%的收益率。试想,如果到那时候中国银行大幅下跌,那么多数公司的股票,特别是金融等大盘蓝筹股也很可能会出现一定程度下跌。此时转债的投资者完全可以从容卖出转债,以更加便宜的价格买入中行正股或其他看好的股票。这相当于在事实上行使了一份“认沽权利”。实际上,在未来的2.67年里,只要心仪的股票出现大幅下跌,中行转债的投资者随时都可以行使这一“认沽权利”——只要转债的跌幅远小于目标股票即可。

## 正回购加杠杆

从2012年5月21日起,上交所允许可转债进行质押式回购(同年12月,深交所也允许可转债进行质押式回购)。因此,可转债可以通过正回购实现“加杠杆”。2013年9月30日,上交所规定中行转债的折算率为0.71。保守起见,如果按照0.66的折算率估计(上交所规定标准券使用率为90%),市价100万元的中行转债(注意不是面值)通过正回购交易大约可以额外增加价值145万元的周转,也就是说,中行转债通过正回购交易可以额外增加约1.45倍的“杠杆”。

如果通过“T天”期(040001)正回购连续操作,目前年化资金成本大约为

3%。按照笔者的预计,2013年中行每股收益约为0.56元,假设此后3年每年增长5%,每年派息率为35%。到2016年5月时,中国银行的每股收益约为0.65元,每股现金分红约为0.228元,每股净资产约为4.6元。中行转债每股转股价为2.2元(假设中行2015年年度分红除权在次年5月前完成),如果此时市场给予中行正股5倍的动态市盈率,则股价为3.25元(动态市净率约为0.71倍)。对应中行转债的价格为147.7元(转股平价),加息后的复权价为150.8元,则中行转债累计收益率为50.2%,年化收益率为16.46% (2.67年)。由于杠杆部分的资金成本为3%,因此中行转债加1.45倍杠杆后的年化收益率为36%。与此比较,同期中行正股的年化收益率仅为13.2%。

有一点不可忽视的是,当中行正股股价持续超过转股价30%以上时(此时中行转债价格会在130元以上),中国银行可能会发出强制赎回的公告,赎回价为债券面值加当期应计利息,此时中行转债的持有人必须将中行转债转为正股或直接卖出,这在一定程度上降低了中行转债的累计收益率(包括加杠杆后),但并不一定影响其年化收益率。

加杠杆后,如果正股大跌,是否会减少中行转债的收益率呢?假如中行到2016年5月时下跌,比如股价仅为2元(动态市盈率3.1倍),累计收益率为-5.8%,年化收益率-2.21%,而基于债性因素,中行转债的累计收益率为8.66%

(详见上文),年化收益率3.1%,由于通过正回购加杠杆部分的资金成本约为3%,因此杠杆部分的收益与成本完全抵消,所以加杠杆后的中行转债年化收益率依然为3.16%。

可见通过质押式正回购加杠杆后,无论中行正股上涨还是下跌,中行转债的年化收益率都远超中行正股(见下表)。

	中行正股价格	3.25元	2元
中行正股年化收益率	13.2%	-2.21%	
中行转债正回购后年化收益率	36%	3.16%	

## 中行促进转股动力

由于中国银行今年年的核心一级资本充足率仅为9.28%,距银监会规定的9.5%尚有差距,因此中行具备促进转债转股补充核心一级资本的动力。实际上,在今年的3月26日,中国银行股东大会通过了下调转债转股价的动议,主动将转股价一次性由3.44元下调到2.99元,下调后的转股价非常接近中行2012年度的每股净资产(2.95元),这充分说明了管理层有促进转债转股的动力与诚意。

综上所述,中行转债在保证至少3%的年化收益率基础上,通过质押式正回购加杠杆,可以实现年化36%甚至更高的投资回报率,且不论中行正股上涨还是下跌,中行转债均可以跑赢正股,甚至远远跑赢,堪称难得的攻守两相宜的投资标的。(作者系职业投资人)

# “中国式”可转债合约条款解读

——以中行转债为例

方锐

第一,发行期限与转股期。中行转债期限6年,自2010年6月2日到2016年6月2日。可转债转股期自可转债发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转债到期日为止。

解读:发行期限6年,意味着有相当长的时间来实现转股。行权期5年半,属于典型的美式期权,这是为了方便转债转股而设定的条件。

第二,利率条款。中行票面利率第一年为0.5%、第二年为0.8%、第三年为1.1%、第四年为1.4%、第五年为1.7%、第六年为2.0%。在中转期满后5个交易日内,中行将以本次可转债票面值的106% (含当期利息) 赎回全部未转股的可转债。

解读:转债利率逐年递增,且最后一年通过赎回给予利息补偿,这是典型的“票息后置”安排。发行方这样做的目的是为了在转债转股以前尽可能减少利息支出。

第三,转股价修正条款。当中行因派送股票股利、转增股本、增发新

股或配股、派送现金股利等情况(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)使本行股份发生变化时,将按下述公式进行转股价格的调整(公式略)。

解读:现金分红时相应地下调转股价,这是极具中国特色的条款设置。在这一条款下,转债持有人既可以充分分享上市公司的现金分红,又可以规避5%-20%不等的股息所得税。这一条款从根本上说还是为了有利于转债转股而设置。

第四,转股价格向下修正条款。在可转债存续期间,当中行A股股票在任意连续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%时,中行董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会审议表决。

解读:这一条款意味着在中行正股大幅下跌的情况下,上市公司可以采取向下修正转股价的措施,从而促进转债转股。这对转债持有人利益是一种重大的保护。当然,修正后的转股价不得低于股东大会召开日前20个

交易日中公司股票均价与前一交易日中公司股票均价两者的较高者。同时修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

第五,有条件赎回条款。在可转债转股期内,如果中行A股股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130% (含130%),中行有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

解读:这是一项为了促进转股而设置的典型条款。当符合强制赎回条件时,如果上市公司发出赎回转债的公告,那么转债持有人要么转股,要么直接卖出转债,否则低廉的赎回价格(债券面值加当期应计利息)将使转债持有人遭受损失。不过,中行在发出有条件赎回公告前,需征得中国证监会的批准,这为“强制转股”留下了些许的不确定。

第六,回售条款。若可转债募集资金运用的实施情况与中行在募集说明书中的承诺相比出现变化,该变化被中国证监会认定为改变募集资

金用途的,可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向中行行回售本次发行的可转债的权利。在上述情形下,可转债持有人可以在中行公告后的回售申报期内进行回售,本次回售申报期内不实施回售的,不应再行使回售权。

解读:这是为了保证上市公司不改变融资用途,不乱用募集资金,是对转债持有人利益的一种保护。

第七,担保与其他条款。中行未提供可转债担保,可转债的有人对中的偿债权位于存款人及其他普通债权人之后,等同于中行承担的其他次级性质的债务。

解读:由于中国银行自身信誉优良,所以无需再设置担保。中行可转债的偿债权等同于次级债,这意味着如果中行破产清算,则存款人与其他债权人可以优先取得破产清算资产,理论上转债持有人可能无法全额收回本息。

“中国式”可转债利率低,票息后置,且设定现金分红向下修正转股价、有条件赎回等条款,这些都是为了促进转股所设,其实质是一种变相增发。

# 什么是债券质押式回购交易

债券质押式回购交易,是指正回购方(资金融入方)在将债券出质给逆回购方(资金融出方)融入资金的同时,双方约定在将来某一指定日期,由正回购方按约定回购利率计算的金额向逆回购方返回资金,逆回购方向正回购方返回原出质债券的融资行为(在我国的实际交易中,债券是质押给了第三方即中国证券登记结算公司)。

正回购方,是指在债券回购交易中融入资金、出质债券的一方;逆回购方,是指在债券回购交易中融出资金、享有债券质权的一方。其中,债券所有权并未实际交割。

债券回购交易是债券现券交易的一种衍生形式,最早产生于上世纪50年代的美国。目前,我国的债券回购市场经过二十年的发展也已初具规模。可

回购债券类型也从原来单一的国债逐步发展到目前的国债、企业债(公司债)、可转债等。上海证券交易所现有实行标准券制度的债券质押式回购有1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天、182天9个品种;深圳交易所现有实行标准券制度的债券质押式回购有1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天、182天9个品种。

沪深交易所每天都会公布可回购债券的标准券折算率,上述没有但可交易的品种就是不可回购的债券。标准券的折算率是指债券现券折算成债券回购业务标准券的比率。标准券是一种假设的回购综合债券,它是由各种债券根据一定的折算率折合相加而成,用以确定可利用回购交易进行融资的额度。在进行债券质押式正回购交易时,目前上交所规定标准券的最高使用率为90%。(方锐)

**上海宝弘资产**  
Shanghai Baohong Asset  
上市公司股权投资专家

www.baohong518.com 大宗交易/股票质押融资/定向增发

上海运营中心: 021-50592412、50590240  
北京运营中心: 010-52872571、88551531  
深圳运营中心: 0755-82944158、88262016