

上市公司股东热衷可交换债“花式减持”背后资本运作忙

证券时报记者 童璐

经历了“最严减持新规”出台的短暂沉寂后，被视为上市公司股东“减持融资利器”的可交换公司债（简称EB、可交换债）再次进入井喷状态。

证券时报·e公司记者根据Wind数据统计，仅仅2017年9月，已经有中国石油、乐普医疗、福鞍股份、兖州煤业、伊力特、湘电股份、长城影视、新疆天业等8家上市公司股东新抛出了拟发行可交换公司债的融资计划。其中，中国石油控股股东拟通过可交换债募集资金规模不超过200亿元，刷新中国交建控股股东目前正在筹划的150亿元可转债规模记录。目前，市场可统计的以上上市公司股权为交换标的的公私募可交换债总量已超过1200亿元。

和可转债一样，最新的可交换债申购规则也改变为信用申购。证券时报·e公司记者发现，不仅民营企业股东热衷于可交换债，央企和国企在融资上也更加倚重可交换债。而可交换债背后的二级市场套利空间，也再度成为市场关注的话题。

千亿可交换债融资

简单说，可交换债是上市公司股东以上公司股票为质押物进行融资而发行的债券。与可转债相比，可交换债的发行主体是上市公司的股东，可转债的发行主体是上市公司本身。两者都具有股权和债券的双重属性，进可攻，退可守”，在股东减持和融资上有独特的功能。

Wind统计显示，仅仅在今年5月“最严减持令”发布后，可交换债作为股东的潜在减持方式，新规也对其产生了影响。6月至7月间，A股可交换债的发行速度有所放缓，但随着对政策的理解逐渐明确，A股公司股东发行可交换债再度提速。整个8月，共有18家上市公司股东发布了拟发行可交换公司债的计划，创下了A股可交换债单月发布计划数新高。

截至目前，今年已经有68家A股上市公司股东宣布发行可交换债，超过2016年全年的51家，2015年这个数字是19家。

可交换债在规模上也不断创下新高，在国企融资上尤其突出。9月20日，首钢股份控股股东首钢集团宣布完成非公开发行的60亿元可交换公司债券，其中第一期实际发行规模36亿元，债券期限3年，票面利率1%；第二期债券实际发行规模24亿元，债券期限3年，票面

利率0.9%，远低于其他渠道融资成本。

首钢集团称，本次募集到的资金将主要用于支持发展首钢集团非钢业务，配合加快发展首钢供应链金融等，实现钢铁业和城市综合服务商两大产业协同发展的战略定位。

这是目前钢铁行业和国内市场上已完成的规模最大的私募可交换公司债。但这记录将很快将被宝钢股份和中国石油打破。目前，国资委已经核准了宝武集团不超过150亿元的可交换公司债发行计划。同时，中国石油大股东中国石油集团9月15日也再次抛出了200亿元的可交换公司债发行计划。

Wind数据显示，国内已可统计到的上市公私募可交换债券规模合计已经达到1220亿元。可以预见，随着央企巨无霸集团公司的融资，可交换债市场仍将迅速扩容。

减持背后的资本运作

由于在满足换股条件下，上述可交换债券持有人都有权在债券的换股期内，将其所持有的可交换债券交换为上市公司股票，可交换公司债最常见的用途在于低成本融资和换股带来平滑减持。

实际上，如果拿来和定向增发、可转债发行和股权激励等配合，可交换债券也是盘活存量股权，进行资本运作的利器。

按照规定，公司债券交换为每股股份的价格应当不低于公告募集说明书日前20个交易日公司股票均价和前一交易日的均价。而在实际操作中，通常转股价格更是会比现价高出20%~30%。因此，目前存在着大股东溢价通过可交换债减持，再折价通过所持有的正股认购可转债或者直接通过增发等方式接回股票的套利空间。

多位市场人士向记者表示，在目前A股市场波动较大的情况下，只要时机掐准，股东通过EB玩转“高抛低吸”等资本运作并不难，只需要注意6个月内不得反向操作”的规则。证券时报记者发现，近期大股东推出可交换债的公司，其中多家也推出了上市公司层面的可转债债券和定向增发。比如今年4月，山东高速集团以持有的山东高速股票为标的公开发行的可交换公司债券25亿元，近期则筹划了发行可转债融资方案。

放到更长的时间轴看，可交换债换股和控股股东增减持意图，利润分配等也有联系。比如正邦科技

部分可交换债转股价格					
代码	名称	转债代码	转债名称	转股起始日	最新转股价
603822.SH	慕迪环保	137038.SH	17慕迪EB	2018-04-29	40.98
603718.SH	海利生物	137025.SH	17海利EB	2017-10-19	13.39
603008.SH	当临门	137022.SH	华鼎04EB	2017-08-16	34.42
		137020.SH	华鼎03EB	2017-05-17	34.42
		137018.SH	华鼎02EB	2017-05-09	34.42
		137014.SH	16华鼎EB	2017-04-12	29.27
601528.SH	凤凰传媒	132007.SH	16凤凰EB	2017-11-31	15.75
601899.SH	紫金矿业	137028.SH	17紫金EB	2018-01-24	3.79
601857.SH	中国石油	132009.SH	17中油EB	2018-07-18	8.92
601801.SH	皖新传媒	132005.SH	16皖新EB	2017-06-23	10.19
601636.SH	南漳集团	137037.SH	17南漳EB	2018-02-28	5.58
601233.SH	飞马股份	132010.SH	17桐昆EB	2018-08-03	17.12
601222.SH	林洋能源	137033.SH	17华虹EB	2018-01-29	9.00
601113.SH	华鼎股份	137011.SH	16三鼎EB	2017-02-20	9.20
601100.SH	恒立液压	137021.SH	16恒立EB	2017-05-29	19.70
600519.SH	江苏银行	137035.SH	17华西EB	2019-08-05	10.24
600885.SH	宏发股份	137007.SH	16雄飞EB	2017-01-16	35.55
600869.SH	智慧能源	137008.SH	16通01EB	2017-01-29	10.233
600633.SH	浙数文化	132011.SH	17浙报EB	2018-08-17	25.00
600435.SH	北方导航	137038.SH	17中兵EB	2018-02-20	17.74
600416.SH	湘电股份	137042.SH	17湘电EB	2018-03-13	14.25
600350.SH	山东高速	132008.SH	17山高EB	2018-04-26	9.80
600290.SH	安琪酵母	137035.SH	17白川EB	2018-02-22	29.00
600258.SH	首旅酒店	137003.SH	16首旅EB	2016-06-23	15.33
600233.SH	国通速递	137027.SH	17蛟龙EB	2020-03-26	18.75
600188.SH	兖州煤业	137024.SH	17兖01EB	2017-10-23	13.14
600160.SH	巨化股份	132012.SH	17巨化EB	2018-09-04	13.60
600153.SH	建发股份	137034.SH	17建发EB	2018-02-02	15.30
600111.SH	北方稀土	137015.SH	16包钢EB	2017-09-27	17.04

童璐/制表 翟超/制图

控股股东正邦集团2015年推出以初始转股价格为19元/股的7.6亿元可交换债，2016年5月26日进入转股期。当年7月正邦集团推出每10送20股的2016年中期利润分配方案。高送转时，大股东需承诺6个月内不减持，但因投资者换股而被动减少持有公司股份不受限制。2016年，部分“15正邦债”投资者行使了换股权。但在A股市场持续调整中，目前正邦股份的股价已经长期徘徊于换股价下方，今年7月，正邦集团宣布增持公司股票1.5亿元~2亿元，也算部分实现了平滑减持后的“高抛低吸”。

二级市场博弈换股机会

堪称投资高手的浙江东方，用一份《以认购可交换债基金份额的公告》向市场阐述了可交换债的投资逻辑。浙江东方拟出资3亿元作为劣后级出资人，参与认购东方嘉富发起设立的一只可交换公司债券基金，投资标的主要为可交换债。

相对于稳健的债券利息收益，东

方嘉富可交换债基金直言瞄准的是可交换债的“换股价值”。公告称，通过对可交换债对应拟换股票质地的把握，通过主动价值管理，寻求更高的换股收益，寻找风险较低的项目并提高换股成功率和股价溢价预期。

但能否成功完成换股，要看私募可交换债的发行人意愿和市场环境。南方某企业一位财务总监向证券时报记者表示，判断可交换债是偏股还是偏债，主要看转股价、票面利率和可转债条款设计等。“一般来说，利率高于3.5%的偏债，主要以融资为目的。票面利率较低，转股价和发行时正股价相比溢价不高甚至折价发行的，以偏股型偏减持的居多”。同时，换股期较早，容易被触发向下修条款的，也被认为是偏股型可交换债券。

面对近期市场的火热，中金公司、中信证券、国泰君安等券商机构陆续推出可交换债券的深度研究报告，对二级市场投资者能否寻找到具有较大上涨潜力的正股获得投资收益做出分析。多家券商都统称称，偏股型可交换债对应的上市公司正股，明显二级市场走势好于A股整体。

证券时报记者梳理Wind数据发现，目前可以统计到市场上存续的公募、私募可交换债目前共有139只，换股标的涉及包括华夏幸福、神雾环保、奥瑞金等在内的124家上市公司，票面利率在0.1%~10%不等。目前有68个可交换债是市场认为的利率4%以下的偏股型债券。

综合多家券商研报，二级市场投资者可以通过寻找具有较大上涨潜力的正股投资获益，即找到那些目前市场价格低于换股价格、发行人减持意愿较强或正股本身具有高成长性的股票进行投资。Wind数据显示，目前这些偏股债券中，已经出现了奥瑞金、皖新传媒等已经进入换股期但不换股价格和二级市场股价严重倒挂的股票。

不过，市场也曾经出现过亏损换股的“意外”。比如15大重债就是私募EB市场第一个亏损案例。大连重工的股价从未突破换股价格（初始换股价格：10.14元/股，后调整为5.06元）。但投资者在浮亏10%的情况下，仍坚持换股。

为解决这部分关联方的应收账款问题，乐视网接受了贾跃亭以资抵债的还款方式。9月24日晚间，乐视网发布公告称，将不超过30亿元收购乐视金融。

值得一提的是，康力电梯此次落地的电梯试验塔，主体结构高度为288米，是全球最高的电梯试验塔，该试验塔共有9个井道，除了10米/秒的超高速电梯外，还可测试最高达21米/秒的超高速电梯、3.6吨8米/秒双轿厢电梯和42米大高度重载交通型自动扶梯等，为未来高端产品的研发预留了空间。

电梯试验塔主要用来做电梯整机、电梯安全部件和重要部件的型式试验。即在新产品推向市场之前测试其技术性能、安全性能，并从运行过程中找出其缺陷和隐患，从而为整梯和配件企业改进产品设计提供依据。一般来说，试验塔越高，电梯试验速度越快，技术要求越高，电梯试验塔也是衡量一家电梯厂家是否具备自主研发能力和知识产权的重要标志。

王友林认为，中国电梯市场仍存在较大发展空间，新型城镇化、公共基础设施建设的拉动，老旧电梯更新改造等需求将逐步释放，随着“一带一路”国家战略的推进，康力电梯的出口量也会继续保持增长。他强调，康力电梯未来将在技术创新与智能制造、战略与营销等方面进行升级。

明显二级市场走势好于A股整体。

证券时报记者梳理Wind数据发现，目前可以统计到市场上存续的公募、私募可交换债目前共有139只，换股标的涉及包括华夏幸福、神雾环保、奥瑞金等在内的124家上市公司，票面利率在0.1%~10%不等。目前有68个可交换债是市场认为的利率4%以下的偏股型债券。

综合多家券商研报，二级市场投资者可以通过寻找具有较大上涨潜力的正股投资获益，即找到那些目前市场价格低于换股价格、发行人减持意愿较强或正股本身具有高成长性的股票进行投资。Wind数据显示，目前这些偏股债券中，已经出现了奥瑞金、皖新传媒等已经进入换股期但不换股价格和二级市场股价严重倒挂的股票。

不过，市场也曾经出现过亏损换股的“意外”。比如15大重债就是私募EB市场第一个亏损案例。大连重工的股价从未突破换股价格（初始换股价格：10.14元/股，后调整为5.06元）。但投资者在浮亏10%的情况下，仍坚持换股。

为解决这部分关联方的应收账款问题，乐视网接受了贾跃亭以资抵债的还款方式。9月24日晚间，乐视网发布公告称，将不超过30亿元收购乐视金融。

值得一提的是，康力电梯此次落地的电梯试验塔，主体结构高度为288米，是全球最高的电梯试验塔，该试验塔共有9个井道，除了10米/秒的超高速电梯外，还可测试最高达21米/秒的超高速电梯、3.6吨8米/秒双轿厢电梯和42米大高度重载交通型自动扶梯等，为未来高端产品的研发预留了空间。

电梯试验塔主要用来做电梯整机、电梯安全部件和重要部件的型式试验。即在新产品推向市场之前测试其技术性能、安全性能，并从运行过程中找出其缺陷和隐患，从而为整梯和配件企业改进产品设计提供依据。一般来说，试验塔越高，电梯试验速度越快，技术要求越高，电梯试验塔也是衡量一家电梯厂家是否具备自主研发能力和知识产权的重要标志。

王友林认为，中国电梯市场仍存在较大发展空间，新型城镇化、公共基础设施建设的拉动，老旧电梯更新改造等需求将逐步释放，随着“一带一路”国家战略的推进，康力电梯的出口量也会继续保持增长。他强调，康力电梯未来将在技术创新与智能制造、战略与营销等方面进行升级。

与贾跃亭划清界限 乐视网拟更名为“新乐视”

证券时报记者 刘钊

在贾跃亭彻底退出乐视网（000104）管理层之后，乐视网加速与贾跃亭划清界限的进程。在人事、业务与资金都作出切割以后，9月27日晚间，乐视网正式公告，拟更名“新乐视”，力图与贾跃亭的“老乐视”彻底决裂。

乐视网9月27日晚间公告称，拟更名为新乐视信息技术（北京）股份有限公司，中文名称变更前为乐视网信息技术（北京）股份有限公司。至于“新乐视”的“新”体现在哪里，一位接受证券时报·e公司记者采访的乐视网内部人士表示，不论是从背后的“新东家”，还是自身的业务模式，新乐视都将有很大的变化。

渐进去贾跃亭化

今年7月6日晚间，乐视网创始人贾跃亭辞去乐视网包括董事长在内的一切职务并退出董事会，这样贾跃亭彻底从乐视网管理层退出。此后贾跃亭离境未归，乐视网也加速与贾跃亭撇清关系。

在人事层面，原有乐视系贾跃亭的老部下悉数被清理，取而代之的是孙宏斌的融创系与此前已经“投诚”的乐视高管，占据乐视网主要职位。

7月17日，乐视网临时股东大会通过议案，孙宏斌、梁军与张昭当选乐视网第三届董事会非独立董事，孙宏斌从事实上成功控盘乐视网。

8月15日，乐视网CEO梁军及人力资源部发送了6封全员邮件，新任命了11位高管。其中，梁军任命刘淑青为乐视网高级副总裁尤其值得关注。此前，融创系代表刘淑青此前虽然是乐视网的非独立董事，但是一直没有任何实质职务。这次任命刘淑青成为公司高级副总裁，而且分管公司内部人力、法务、财务与行政多项要务，相当于让刘淑青坐上了乐视网内部“管家”之位。

在业务层面，在孙宏斌入主后，他多次用“新乐视”代替乐视网。

在8月17日孙宏斌召开的乐视网高管闭门会上，乐视网制定了新的运营策略，将业务重点集中于乐视视频、电视、云平台和影业四块。彼时孙宏斌的梦想，“新乐视”应该是一家提供家庭互联网娱乐消费服务的企业。

更名公告则显示，乐视网经过2017年上半年的一系列战略调整，继承以用户体验为核心、“平台+终端+内容+应用”的生态理念，集中资源聚焦大屏生态优势领域，结合分众自制和内容开放的内容战略，并辅以互联网金融服务的手段，打造以智能电视为核心的大屏互联网家庭娱乐生活。公司确定的目标是成为以家庭互联网为平台的文化消费升级大潮的引领者。

而引发乐视一系列危机的资金层面，乐视网的“去贾跃亭化”也相当彻底。

这边，贾跃亭与乐视非上市体系“中枢”乐视控股的多项资产与股权均告冻结。

另一边的乐视网，则在8月29日的半年报中提示九大风险，并且首次提及应收账款回收风险。截至今年6月30日，乐视网应收账款账面价值为95.42亿元，其中51.85%来自关联方的应收账款，而关联方主要就是贾跃亭目前仍掌控的乐视非上市体系部分。

为解决这部分关联方的应收账款问题，乐视网接受了贾跃亭以资抵债的还款方式。9月24日晚间，乐视网发布公告称，将不超过30亿元收购乐视金融。

更名后会如何？

在更名后，“新乐视”会成为什么样，是不少人最为关心的问题。

自然，资金问题和已有的合同，不会随着乐视网的更名而消失。乐视网表示，公司名称变更后，公司法律主体未发生变化。公司名称变更前以“乐视网信息技术（北京）股份有限公司”名义开展的合作继续有效，签署的合同不受名称变更的影响，仍将按约定的内容履行。

不过，“新乐视”在去掉“乐视网”的名称后，除了“去贾跃亭化”，在呈现给外界的内容上也会有很大变化。一位接受证券时报·e公司记者采访的乐视网内部人士就表示，在张昭主管的乐视原创内容层面短期难有起色的情况下，“新乐视”会选择更多地与外部内容供应商合作，目前会将自身更多精力放在电视等硬件领域。

9月27日，芒果TV也正式加入乐视超级电视OpenEco战略，新乐视在宣传中这样描述两者的合作：“芒果TV携手新乐视，共创大屏生态价值！”

