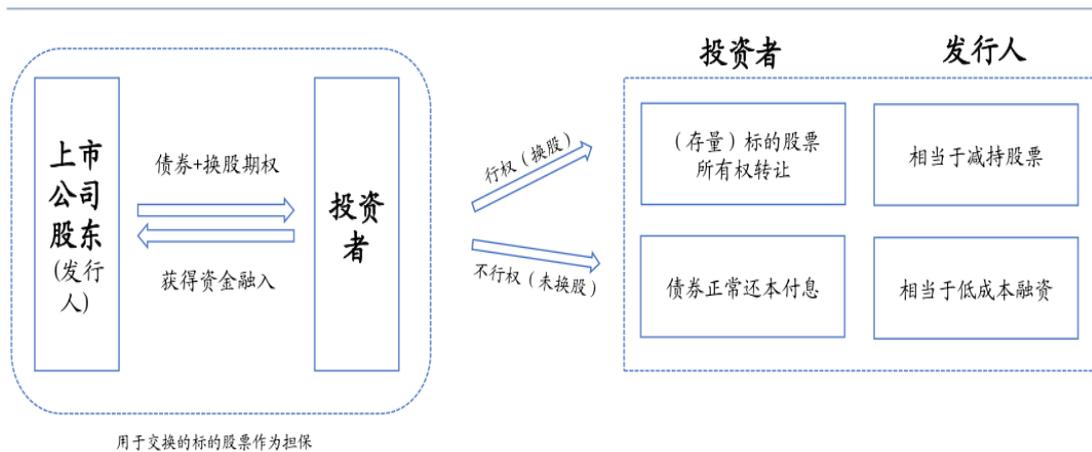


# 投资私募可交换债可行性研究

可交换债券（Exchangeable Bond，EB）是指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的债券品种。

图 1：可交换债基本概念图示



可交换债按照发行方式存有公募可交换债与私募可交换债之分。其中，私募可交换债（以下简称：私募 EB）对发行主体要求更为宽松，对投资者资质要求更高。

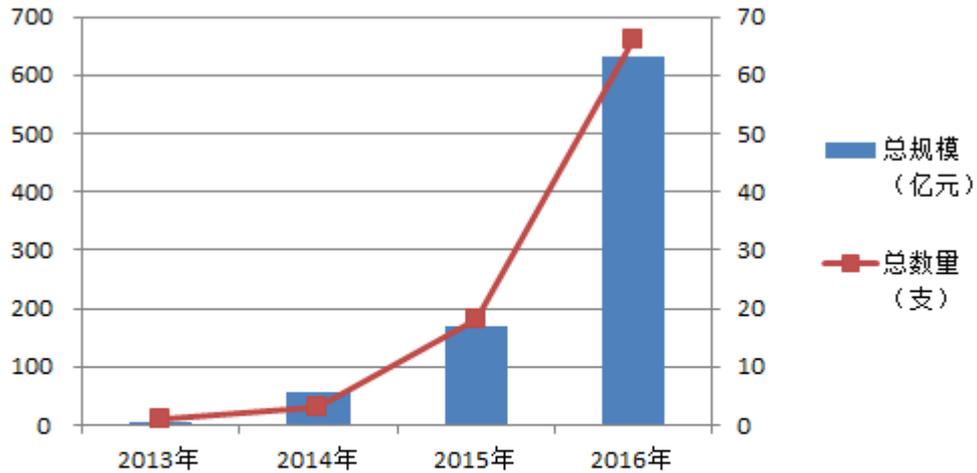
## 一、市场现状

### （一）发行数量大增

自 2015 年开始，可交换债市场逐步被发行人所重视，特别是私募 EB 市场的发行数量迎来了井喷，其相对快速便捷的审批速度与具有吸引力的发行条款受到上市公司股东青

睐。2015 年一共发行了 18 只私募 EB，发行金额共计 168 亿元，2016 年全年发行数量达 66 只，发行金额共计 633 亿元，发行数量和金额同比大幅增加。

图 2：私募可交换债正在放量



项目	2013年	2014年	2015年	2016年
总规模 (亿元)	2.6	55.6	168	632.9
总数量 (支)	1	3	18	66

### （二）优质私募 EB 票面利率多为 3-4%

对 2016 年以来发行的私募 EB 票面利率分析发现，票面利率的区间为 1-8.5%，但优质私募 EB 如 16 美克 EB、16 华泰 01、16 星星 01 等票面利率多数位于 3-4% 范围，投资者对这一票面利率水平也较为认可。

### （三）较高票面利率的私募 EB 多是过剩产能行业

对 2016 年以来发行的私募 EB 的正股标的进行分析发现，较高票面利率的私募 EB 所处行业一般都是钢铁、煤炭等过剩产能行业或者对资金需求旺盛的房地产行业。如 16 万泽 02 票面利率为 8%，正股标的是房地产行业的万泽股份；16 本

钢 01 票面利率为 7.3%，正股标的是钢铁行业的本钢板材；  
16 永泰 EB 票面利率为 8.5%，正股标的是煤炭行业的永泰能源。这些行业正股标的资质较差需要较高票面利率才能吸引私募 EB 的投资者。

表 1：上交所与深交所部分挂牌私募 EB 发行利率及发行规模

简称	代码	发行日期	票面利率(%)	发行规模
16 华泰 01	117016.SZ	2016/2/26	3.8	5.15
15 山田 01	117017.SZ	2016/3/14	4.9	5
16 星星 01	117018.SZ	2016/4/29	3	4.2
16 卓越 EB	117019.SZ	2016/4/28	6	8
16 星星 02	117021.SZ	2016/5/17	2.5/4.5/6.5	4.35
16 配投 01	117022.SZ	2016/5/30	8	4.83
16 万泽 01	117025.SZ	2016/6/29	7.5	2.1
16 万泽 02	117026.SZ	2016/6/29	8	4.9
16 配投 02	117027.SZ	2016/7/22	4	8.14
16 本钢 01	117028.SZ	2016/7/22	7.3	8
16 长盈 EB	117031.SZ	2016/9/20	7.3	10
16 原龙 01	117049.SZ	2016/10/25	0.1	15
16 东方 EB	117050.SZ	2016/11/1	6	5.5
16 美克 EB	137004.SH	2016/1/15	4.3	3.8
16 永泰 EB	137005.SH	2016/2/2	8.5	4.4
16 三一 EB	137006.SH	2016/7/1	3.6	53.5
16 赣电 EB	137007.SH	2016/7/14	2.7	10.7
16 远 01EB	137008.SH	2016/7/29	1	2
16 远 02EB	137009.SH	2016/7/29	4.09	3.6
16 三鼎 EB	137011.SH	2016/8/18	1.5	5.52
16 华易 EB	137014.SH	2016/11/3	3	6

## 二、条款说明与优势分析

### （一）条款说明

票面利率：发行人、投行商定。（需考虑市场利率，发

行人信用、发行人意图等因素)

转股期间：债券存续期，发行后 6 个月方可转股。

初始转股价格：发行人的发行意图有关，如为减持则转股溢价率较低，为低成本融资则转股溢价率较高，需具体分析。

特别向下修正条款：如股价下跌一定程度，发行人有权调低初始转股价格，对投资者有利。(非必备条款，案例较少)

赎回条款：发行人按事先约定的条件和价格赎回私募 EB，赎回价越高，对投资人越有利。(一般高于转股价 30%)

回售条款：投资者按事先约定的条件和价格回售私募 EB 给发行人，回售价越高，投资人保护空间大。

## (二) 优势分析

### 1、从发行人角度看

#### (1) 低成本融资或溢价减持

如投资者执行换股权，发行人则实现了减持。另一方面看，由于具备换股权，发行私募 EB 的票面利率一般要比纯债低。

#### (2) 对股价冲击小

发行私募 EB 对股价的冲击比发行人直接在二级市场上出售要小，即如果标的股票没有上涨，发行人无法减持，再加上私募 EB 并非马上减持股票，因而对股价冲击要小。

### （3）较高的质押比率和灵活性

目前股票质押比率普遍在 50%，而发行私募 EB 质押比例可达 70%左右。同时，私募 EB 可以将尚在限售期的股票作为发行标的。

## 2、从投资者角度看

可交换债具有“进可攻、退可守”优势，兼具股性、债性的品种，是债券投资者分享股市收益的重要渠道。

与公募 EB 相比，私募 EB 有更多优势。

### （1）私募 EB 的票息优势明显

私募 EB 的票息一般至少能达到 3-4%，有些票息能达到 8-9%水平，而公募 EB 票息一般在 2%以下。

### （2）私募 EB 的转股期限较短

私募 EB 一般发行后 6 个月即进入换股期，公募 EB 通常 1 年后才进入换股期。

### （3）私募 EB 换股价通常更低

私募 EB 原则上只要不低于发行前 1 日和前 20 日交易均价的 90%即可，尤其对于民企大股东，换股价一般较低；而由国资大股东发行的公募 EB，换股价一般较高。

## 三、投资风险及应对措施

投资私募 EB 的风险主要包括流动性风险、信用风险。

### （一）流动性风险及应对措施

1、私募 EB 只能在上交所及深交所综合交易服务平台等

系统交易，流动性较差，若不能实现转股，一般买入后需持有到期。

应对措施：

（1）做好资金规划，该部分资产作为长期配置品种；

（2）进入转股期后，若市价高于换股价，择机换股，回收资金。

2、私募 EB 转股后的流动性风险。近年来二级市场上市公司资本运作、并购重组较为频繁，一旦转股后出现长时间的停牌，会出现流动性风险。

应对措施：私募 EB 在 T 日转股后，T+1 日即可卖出，可针对性提前准备转股减持方案，转换股票 T+1 日减持完毕，避免出现长期持股行为。

## （二）信用风险及应对措施

私募 EB 发行时采取了股票质押担保、发行人连带责任等方式保证债券兑付，但仍面临着股票价格下跌造成担保物不足，而发行人不能新增担保物用以维持担保比例，此时若股票仍处于限售期而不能卖出股票，那么将面临着债券违约的风险，投资人可能遭受本金及利息的损失。

应对措施：

1、精选个股。加强上市公司基本面的研究，精选基本面较好、估值合理的上市公司，可避免股票价格持续下跌带来的信用风险。同时，基本面较好、估值合理的公司股票价

格上涨空间较大，从而实现转股后减持超额收益。

2、优选发行主体。选择发行主体是上市公司大股东，且发行主体整体质押其持有的上市公司股份的比例越低越好。主要原因是大股东对上市公司的控制力较强，可通过多种措施避免违约（控股权转让、市值管理、并购重组等），并且在股票价格下跌造成担保物不足的情况下可以补足质押。

3、私募 EB 发行时正股标的处于非限售期。当质押股票市值下跌低于维持担保比例时，若发行人不及时补充担保物，可卖出股票而避免损失。

4、构建私募 EB 投资组合（五只左右）。通过分散投资降低个券非系统性风险，平滑整体收益率水平。

综上，通过精选发行人、基本面较好的个股并建立投资组合的私募 EB 有望在风险可控的基础上获得中等收益。

## **四、投资模式及收益评估**

### **（一）投资操作模式**

参与私募 EB 的投资操作模式有直接投资和购买私募 EB 产品两种，两者区别主要在于对私募 EB 产品参与程度不同。

1、直接投资。与上市公司、券商投行、基金公司等建立直接沟通机制，参与具体产品条款谈判，通过精选私募 EB 并建立投资组合的方式投资。

直接投资参与程度较高，需要对发行主体信用以及正股

标的的基本面有较强的分析能力。

私募 EB 市场较为小众，需要与上市公司、券商投行建立较紧密的关系，由其推荐优质项目。

2、购买产品。一般是由基金专户或券商资管与上市公司股东商谈具体条款设计产品，投资人通过购买基金专户或者资管计划来投资私募 EB。

此模式下投资人参与程度较低。主要依靠基金专户或券商资管的投资能力和风控能力来选择私募 EB。

购买产品时需要考察基金和券商过去同类产品投资业绩来选择合适的基金公司和证券公司，同样需要与基金公司、券商资管建立较紧密的关系。

## （二）收益率评估

依据前述投资风险分析，我们假设了如下投资场景及策略选择：精选五只私募 EB 构成投资组合，该投资组合债券平均到期年限为 3 年，票面利率为 3%，赎回转股溢价率为 30%，债券无违约现象，未转股债券到期后还本付息，若达到转股溢价率而转股减持的个股数量分别为 0、1、2、3、4、5，那么获得的收益率分别为 3%、5%、7%、9%、11%、13%。

表 2：私募可交换债券收益率评估表

转股个数	0	1	2	3	4	5
收益率	3%	5%	7%	9%	11%	13%

2015 年资本市场的经历了大起大落，上证指数由 5000 多点下跌至目前 3000 点附近，市场整体估值大幅下降，处于历史均值附近，未来三年资本市场出现大幅反弹的概率较大。假设有 3 只私募 EB 实现转股收益，那么投资获得的年化收益率可达到 9%。

(重庆进出口信用担保有限公司 王一思供稿)