



可转债：修正与回售的博弈

业内人士认为，可转债风险已获大幅释放，投资正当时

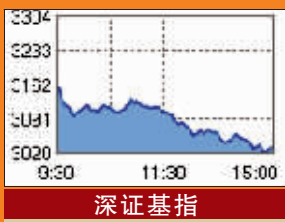
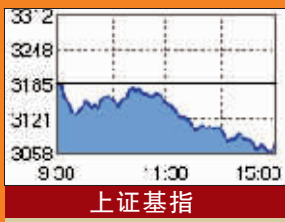
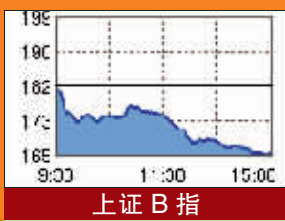
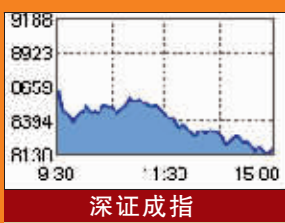
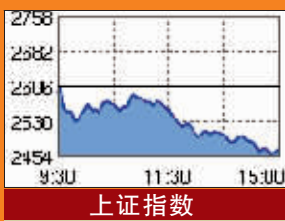
□ 时报记者 袁峰

始于沪指 6124 点的股市大调整让兴于牛市的可转债集体没落。正股价格的持续下滑、长时间大幅低于其可转债的转股价格，甚至滑落到可转债回售条款的价格区间，让上市公司陷入了可转债回售或调价的两难境地。迫于无奈，上市公司纷纷选择下调转股价应对困局。继恒源转债首度下调转股价后，唐钢转债、海马转债等紧随其后下调转股价。业内人士预测，随着股市不断下跌，五洲转债、山鹰转债很可能步其后尘，在未来一段时间内选择向下修正转股价。



投资要选好品种，避免落入陷阱。时报记者 杜翠 摄

昨日收盘



现象：

9 家可转债触发修正条款

据Wind资讯显示，截至8月5日，目前存续的13只可转债当中，恒源转债、柳工转债、唐钢转债、赤化转债、五洲转债、山鹰转债、海马转债、巨轮转债等9家已经“不幸”触发了“转股价格修正条款”。

正股价格大幅下跌直接导致触发修正条款甚至可回售条款。截至7月25日，

现存的13只可转债中仅有澄星转债和大荒转债正股价格高于可转债发行起息时的正股价格，其余11只可转债正股价格均在债券发行后出现了不同程度的下跌，平均跌幅为24%，其中有7只跌幅超过20%，跌幅前3名的海马股份、唐钢股份和恒源煤电下跌幅度更是高达70%、66%和53%。

思考：

调价与回售的两难困境

对于上市公司来说，对可转债调价与回售是一个痛苦的选择。若修正转股价，意味着日后转股对股权的稀释比例将大大超过最初预期；若选择回售，则意味着苦苦募集的融资有付之东流的危险。

以海马股份为例，业内普遍预测，最后修正的转股价“或将不超过6元”，和初始的转股价18.28元相比，“以这个价格转股，转股后的新增股本将是之前计划的3倍多，将大幅摊薄原股东权益”。广发证券固定收益分析师何秀红称，这无疑

侵蚀了老股东的利益，也将稀释业绩，因此老股东反对声音肯定很大。

但是，若不向下修正转股价，可转债持有人有权将其持有的可转债按105元的价格回售给海马股份。海马股份将不得不支付高达4.515亿元来应对回售。兴业基金可转债基金经理杨云指出，在当前宏观调控的环境下，大部分实体企业都处于资金紧张状态，因而，公司显然不会愿意在发行后不足一年的时间内接受回售，回售等于让发行可转债失去了本来的融资意义。

机遇：

风险已释放，套利有机会

据6月30日收盘后的数据分析，所有转债的价格都已回落至115元以内，超过一半的转债价已回落至110元以内，且超过一半的转债纯债收益率已超过1%的水平，最低的南山转债价已跌破面值，可转债市场的风险已得到很大程度的释放。

杨云分析指出，按照股改后发行的可转债

的相关条款，一次可将转股价修正至当前的20日均价和当前股价位置，在当前经过大幅调整的市场来看，转股价修正的幅度将非常大，从股性的角度，相当于一性抹去了这轮下跌的大部分损失。因此，目前转债市场已具有低风险博弈的价值。

西南证券最新研究报告指出，发行方主动

选择：

下调转股价的无奈

杨云表示，这些转债普遍都是在牛市的高峰期发行，转股价定得较高，虽然修正转股价会影响到公司的股权融资成本，但在目前的股价和估值下，这一点尚不足以成为公司不愿修正转股价的理由。因此，两害相较取其轻，大多数可转债触发修正条款的上市公司最终还是会选择下调转股价。

西南证券最新研究报告也指出，上市

公司下调转股价的最大原因在于下调转股价是回售条款触发的缓冲时点，如果不下调转股价，一旦危及到可转债触发回售条款，发行方面面临的回售压力对其资金链的影响无异于一场灾难。

因此，6月份恒源转债成为今年首只因触发“转股价修正条款”而对转股价进行修正的可转债。紧随其后，海马股份发布公告称，向下修正

后的转股价确定为8月21日股东大会召开前20个交易日均价中高者的103%。而已经触发回售条款的唐钢转债，虽然公司已经发布公告，将转股价下调至13元/股，但是，因唐钢大股东手中拥有大量转债，将于8月25日、26日两天修正转股价的投票中，大股东只能回避，那么修正议案是否能够获得股东大会通过仍是未知数。

预测：

五洲将成下个调价公司

业内普遍预测，五洲转债将成为下一个转股价下调的目标。以五洲交通目前的股价表现来看，其进入转股期后触发回售条件似乎已是板上钉钉，很有可能成为下一家修正转股价的公司。

五洲转债9月1日进入转股期，回售条款指出：如果公司A股股票在任何连续的30个交易日的收盘价低于当期转股价的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的

103%（含期利息）的价格回售给公司。五洲转债目前的转股价为10.07元/股，而公司股价自6月6日之后，就再未站上7.049元（转股价的70%），调整转股价估计只是时间问题。

B02

A股创新低600个股跌停

B05

基金上周逆势买入80亿元

B08

奥运海报有望升至三四百元