

2003 年可转换公司债券市场回顾与分析

一、可转换公司债券市场概况

1997 年，原国务院证券委发布《可转换公司债券管理暂行办法》，指出上市公司及非上市重点国有企业均可发行可转换公司债券（简称“可转债”）。2001 年 4 月 28 日，中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》（《实施办法》），对上市公司发行可转债的性质、发行条件等事项作出了详细规定，从而引发了上市公司争取通过发行可转债进行直接融资的热情。根据上市公司在可转债发行准备过程中存在的具体问题，2001 年 12 月 25 日，中国证监会又发布了《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》，进一步明确了上市公司发行可转债的具体条件。

自 1998 年以来，我国证券市场共发行了 24 只可转债（见表 1），募集资金共 253 亿元，其中 1998 年、1999 年、2000 年上市的可转债各一只；2001 年没有发行可转债；2002 年有 5 只可转债获准发行上市，共募集资金 41.5 亿元；2003 年有 16 只可转债发行，共募集资金 181.5 亿。

表 1 已发行可转换公司债券一览表

转债名称	转债代码	期限 (年)	发行量 (亿元)	发行日期	上市时间	初始转股价 (元/股)	最新转股价 (元/股)	股票价格 (元)	转债价格 (元)
南化转债		5	1.5	1998-8		4.56			
茂炼转债	125302	5	15	1999-7-28	1999-8-17	4	4	4	128.86
机场转债	100009	5	13.5	2000-2-25	2000-3-16	10	7.69	9.99	130
阳光转债	100220	3	8.3	2002-4-12	2002-5-16	11.48	7.59	6.67	100.91
万科转债	125002	5	15	2002-6-7	2002-6-18	12.1	5.85	6.53	116.22
水运转债	100087	5	3.2	2002-8-13	2002-8-28	12.09	5.86	7.89	133.88
丝绸转 2	126301	5	8	2002-9-9	2002-9-24	8.78	7.03	5.15	97.9
燕京转债	125729	5	7	2002-10-16	2002-10-31	10.59	10.59	9.46	102
钢钒转债	125629	5	16	2003-1-22	2003-2-17	5.8	5.64	7.47	133
民生转债	100016	5	40	2003-2-27	2003-3-18	10.11	7.73	9.69	125.05
雅戈转债	100177	3	11.9	2003-4-3	2003-4-21	9.68	9.48	9.15	106.1
丰原转债	125930	5	5	2003-4-24	2003-5-21	8.13	8.13	7.13	103.45
铜都转债	125630	5	7.6	2003-5-21	2003-6-4	6.9	6.9	9.33	133.94
龙电转债	100726	5	8	2003-6-3	2003-6-18	7.43	6.5	7.03	112.5
山鹰转债	100567	5	2.5	2003-6-16	2003-7-1	8.41	6.77	6.92	108.46
桂冠转债	100236	5	8	2003-6-30	2003-7-15	12.88	12.88	10.9	106.16
国电转债	100795	5	20	2003-7-18	2003-8-1	10.55	10.55	11.84	118.1
西钢转债	100117	5	4.9	2003-8-11	2003-8-26	5.34	5.34	5.72	104.24
华西转债	125936	5	4	2003-9-1	2003-9-16	11.86	11.86	10.1	99.5
云化转债	100096	3	4.1	2003-9-10	2003-9-25	9.43	9.43	10.15	110.51
复星转债	100196	5	9.5	2003-10-28	2003-11-17	10.06	10.06	10.03	101.6
邯钢转债	110001	5	16	2003-11-26	2003-12-11	5.34	5.34	5.85	105.77
首钢转债	125959	5	20	2003-12-16	2003-12-31	5.76	5.76	6.17	
侨城转债		3	4	2003-12-31	-	6.15	6.15		

注：股票价格和转债价格为截止 2003 年 12 月 29 日的数据

二、2003 年可转债市场的特点

在 2003 年的国内证券市场，可转债可谓是一大热点，不仅发行的数量有所突破，转债募集资金已超过了当期增发、配股的募集资金，成为上市公司再融资的首选方式，而且还发生了“招商银行转债风波”、“中远航运在股东大会上被否决”等事件。可转债引起了投资者的广泛关注。

总结 2003 年可转债市场，以下一些特点值得关注：

1. 发行速度加快

自 2001 年 4 月证监会《实施办法》颁布以来，2001 年当年没有一只可转债获准发行，2002 年度仅发行 5 只可转债，可见 2002 年及以前，可转债的批准发行上市节奏比较缓慢。进入 2003 年，上市公司发行可转债的速度明显加快，2003 年共有 16 只可转债发行上市，掀起了发行可转债的一轮高潮。本年度发行的 16 只可转债共募集资金 181.5 亿元，已超过当年配股的募集资金（同期有 17 家上市公司配股募集资金 73.07 亿元），成为上市公司再融资的主要手段之一。

2. 市场反应经历了从追捧到冷落到回升的过程

在证监会《实施办法》出台的 2001 年，发行可转债受到了市场的极大欢迎。从数量上看，当年公告拟发行可转债的上市公司数量达到 55 家。但到了 2002 年，拟申请发债的上市公司数量出现大幅下滑，2002 年为 15 家，2003 年也只有 17 家。并且在公告拟发债的公司中，2002 年以来已有 18 家上市公司决定放弃发行可转债的计划，改为其他融资方式。

这其中的原因，一方面是 2002 年以前获准发行的可转债数量相对较少，这在很大程度上影响了上市公司申请发行的积极性；另一方面是由于证监会对上市公司发行可转债有较高的要求，一些已公告拟发行的上市公司被迫放弃了原融资计划。此外，由于证监会决定可转债的发行审批同样占用券商的审批通道，而在可转债审批过程中表现出的更大不确定性，有可能使可转债审批过程占用通道的时间更长，因此使得券商的市场热情受到影响。

但另一方面，发行可转债却受到了上市银行的青睐，继 2003 年 2 月民生银行发行 40 亿元可转债后，2003 年 9 月招商银行公告拟发行 100 亿元可转债，2003 年 11 月浦东银行公告拟发行 60 亿元可转债。万科转债发行时隔一年不久，就再次申请发行可转债。可以看到，近三年来，可转债市场反应经历了从追捧到冷落到回升的过程，随着发行数量的快速增长，可转债正在逐步成为国内证券市场的一个重要组成部分。

3. 条款设计的较大幅度调整

2002 年以来可转债发行条款不断创新，各家发债公司通过发行条款的调整，一是为了保证可转债的顺利发行；二是更多考虑可转债投资者的利益，使可转债更具投资吸引力；三是为了尽可能地使可转债全部转换为公司股票，从而减小到期还本付息的压力。

（1）普遍调高了利率

在 2002 年及以前公告的可转债发行条款来看，原利率大都为 1%，最高的为第 5 年的 1.9%。经调整后，目前公告拟发行及已发行转债的年利率普遍有所提高，从表 2 看，在 2003 年发行的 15 只可转债中，第 1 年的平均利率为 1.36%，其中最低的为国电转债 0.8%，最高的为丰原转债 1.8%；第 5 年的平均年利率为 2.22%（三只 3 年期转债的第 3 年利率最高为 2.5%），其中最低的为铜都转债 1.2%（5 年固定利率），最高的为 2.7%，包括钢钒转债、华西转债、复星转债和邯钢转债。从上述调整可以看出，可转债持满 5 年的平均利率已接近 3 年期银行存款利率（2.25%），（3 年期转

债的最高利率超过了同期银行存款利率),最高的接近 5 年期银行存款利率(2.79%)。此外,如山鹰转债在条款中规定,在可转债存续期间,若中国人民银行向上调整存款利率,转债的票面利率从调息日起将按一年期存款利率上调的幅度向上调整,向下调整存款利率时,转债的利率不变,使投资人进一步规避了利率风险。

通过利率补偿条款,可转债已具有了基本的投资价值,保障了转债持有人的投资收益,可转债的债券特性更为明显。目前的利率水平无疑是有吸引力的,但与国债收益率相比较,尤其是在转债的前三年,其收益率水平还不高。

(2) 最大化降低转股价格

按照《暂行办法》的规定,可转债转股价格的确定应以公布募集说明书前三十个交易日公司股票的平均收盘价格为基础,并上浮一定幅度。具体上浮幅度由发行人与主承销商商定。一般来说,可转债的转股价格越高(上浮幅度越大),越有利于保护老股东的利益,而不利于可转债持有人;反之,转股价格越低(上浮幅度越小),越有利于可转债持有人尽快将转债转换为公司股票,而不利老股东。

为了使发行成功而降低上浮幅度,更多地是考虑了可转债投资者的利益,以牺牲流通股股东的利益,来吸收更多的转债投资者,而大股东也将不得不放弃一定利益。为此,与之前相比,目前大多数转债转股价格的上浮幅度大大降低了。如 2003 年发行的可转债,其转股价格上浮幅度大多在原公告基础上进行了下调,在 16 只已发行的可转债中,上浮幅度最大的为 3%,包括龙电、桂冠和国电 3 只转债,而有 9 只转债的上浮幅度仅为 0.1%。而在 2002 年发行的 5 只转债中,上浮幅度最高的燕京转债达到 10%,最低的水运转债也有 2%。

(3) 大多设计了转股价格向下修正条款,并降低了相关条件限制

从表 2 看,2002 年发行转债的转股价格向下修正的条款一般为:“当公司 A 股股票收盘价在 30 个交易日内有连续 20 个交易日低于当期转股价格的 80%,公司有权将当期转股价格向下修正,作为新的转股价;行使向下修正在 1 年内不得超过一次”。但从 2003 年发行的可转债转股价格向下修正条款看,一些转债实施该条款的条件降低了,如将当股票收盘价连续低于当期转股价格的“80%”,调整到“90%”,而雅戈转债、山鹰转债、西钢转债和复星转债的向下修正条款的条件更低,调整为“公司 A 股股票在可转债存续期内连续 5 个交易日的收盘价的算术平均值低于当期转股价格的 95%时,公司董事会有权向下修正转股价格,且修正的次数不受限制”,也就是说,连续 5 个交易日的股票价格下跌 5%,就可以向下调整转股价格。

从上可以看到,转股价格向下修正条款的调整,一是启动向下修正转股价格的限制条件大大降低;二是 1 年内的修正次数无限制,因此使得转股的可能性大大提高。雅戈转债等这种特别向下修正条款与其他转债相比更容易触发,可显著提升转股的期权价值。而龙电转债设计的转股价格时点向下修正条款颇有新意。

(4) 提高了赎回的条件限制,降低了回售的条件限制,提升了债券价值

从赎回条款的变化看,主要是提高了赎回的条件限制,如西钢转债的原赎回条件为在转股期内当股价连续 20 个交易日高于当期转股价并达到转股价 130%时,而调整后的赎回条件则变为股价达到 150%时;雅戈转债将赎回条件由高于股价达到 120%增至 130%。同时,调整了赎回价格,如 2002 年发行的 5 只转债的最高赎回价格为面值的 102%,而 2003 年发行的大部分转债的赎回价

格提高到面值的 105%。

从回售条款的变化看，较早发行转债的回售发生条件一般为“当公司股票收盘价连续 20（或 30）个交易日低于当期转股价格的 70%”时，而近期发行的转债的回售条件由原来的“70%”调整到“80%”，而新钢钒还增加了无条件回售条款。在回售价格方面，2002 年发行的转债的回售价格最低为万科转债的面值的 101.5%，最高也只有面值的 102%；而 2003 年有丰原、龙电、西钢、华西等 4 只转债的回售价格达到面值的 108%，雅戈转债、首钢转债的回售价格也有面值的 107%。有关回售条款大幅提升了可转债的保底收益水平，如邯钢转债在增加了时点回售条款之后，可转债持有人有权在转债到期日之前的 5 个交易日内，将持有的可转债按面值的 109.5%（含当期利息）回售给公司，该条款令其税前纯债券保底收益高达 3.16%，大大高于同期银行存款利率。

表 2 2002 年以来发行可转债的主要条款

转债名称	期限	上浮	转股价修正	赎回条款	回售条款	年利率(%)	担保人	信用等级	评级机构
阳光转债	3 年	7%	20/30 日 80%，1 次/年	12~24 个月：20 日 140% 24~30 个月：20 日 120% 30~36 个月：20 日 120% 102%	20 日 80%，102%	1	中行	-	-
万科转债	5 年	5%	20 日 80%，1 次/年	30 日 130%，101.5%	30 日 70%，102%	1.5	中行	-	-
水运转债	5 年	2%	30 日 =80%，102%，1 次/年	20 日 130%，面额+当年利息，1 次/年	20 日 70%，102%	0.9	南京长江油运公司	-	-
丝绸转债	2 5 年	3%	30 日 80%，1 次/年	30 日 130%，101.8%	30 日 70%，101.8%	1.8	工行	-	-
燕京转债	5 年	10%	20/30 日 =80%，1 次/年	20 日 130%，102%，1 次/年	20 日 70%，101%/102%/103%/104%	1.2	北京控股有限公司	AAA	大公
钢钒转债	5 年	0.2%	20/30 日 =90%	30/40 日 120%，105%	第 49 个月起无条件 103%	1.5/1.8/2.1/2.4/2.7	攀枝花钢铁有限公司	AA	大公
民生转债	5 年	1%		20 日 130%，102%	20 日 70%，106%	1.5	工行	AAA	大公
雅戈转债	3 年	0.1%	5 日 95%	30 日 130%，105%	15 日 85%，107%	1.0/1.8/2.5	中行、农行、广发行、宁波市商行	AAA	中诚信
丰原转债	5 年	0.1%	20/30 日 85%，1 次/年	30/40 日 130%，105%，1 次/年	30 日 70%，108%	1.8/2.0/2.2/2.4/2.5	农行	AAA-	中诚信
铜都转债	5 年	0.1%	20 日 =80%，1 次/年	120 日 130%，103%/102.4%/101.8%/101.2%	20 日 70%，101.2%/103%/104%/105%/106%	1.2	工行	AA+	大公
龙电转债	5 年	3%	20/30 日 =80%，1 次/年	30/40 日 150%，105%	30/40 日 =70%，106%/107%/108%	1.5	中行	AAA	大公
山鹰转债	5 年	0.1%	5 日 95%，次数不限	24~36 个月：20/30 日 140%；36~48 个月：20/30 日 130%；48 月~60 个月：20/30 日 120%。105%	20/30 日 85%，105%	1.5/1.8/2.0/2.2/2.5	中行	AA+	大公
桂冠转债	5 年	3%	20/30 日 80%，1 次/年	130 日 130%，103%	20/30 日 70%，103%/104%/105%/106%	1.1/1.3/1.7/2.1/2.5	交行	AAA-	中诚信
国电转债	5 年	3%	20/30 日 =70%，1 次/年	30 日 130%，102%/103%/104%/105%	第 2 年 30 日 70%；第 3、4 年 30 日 80%；第 5 年 30 日 90%。102%	0.8/1.1/1.8/2.1/2.5	中行	AAA	中诚信
西钢转债	5 年	0.1%	5 日 95%	20 日 150%，面值+当日应计利息	20 日 80%，108%	1.2/1.5/1.8/2.1/2.6	中保信用担保有限公司	AA	联合
华西转债	5 年	0.1%	20/30 日 90%	20 日 130%，105%	20 日 80%，108%	1.6/1.8/2.1/2.4/2.7	农行	AAA-	中诚信
云化转债	3 年	0.1%	20/30 日 90%	无	30 日 80%，105%	1.6/1.9/2.2	光大银行	-	-
复星转债	5 年	0.1%	5 日 95%	20/30 日 120%，面值+当年利息	15 日 80%，103%	1.6/1.8/2.0/2.4/2.7	农行、上海复星产业投资公司	AAA	中诚信
邯钢转债	5 年	0.2%	20/30 日 90%	20 日 130%，面值+当年利息	20 日 80%，105%	1.0/1.3/1.7/2.3/2.7	广发行	AAA	联合

首钢转债	5 年	0.1%	20/30 日 90%	24~36 个月：20/30 日 150%；36~48 个月：20/30 日 140%；48 月~60 个月：20/30 日 130%；105%	20/30 日 80%，107%	1.5	首钢总公司、中信实业银行	AAA	联合
侨城转债	3 年	1%	10 日 90%	20 日 130%，面值+应计利息	20 日 80%，102.5%	1.2/1.8/2.5	农行	AAA-	中诚信

注：龙电转债：转股价格时点向下修正条款：自发行首日起满半年、1 年半、2 年半之日，如果该时点修正日前 30 个交易日龙电 A 股收盘价的算术平均值与 1.03 的乘积低于当时生效转股价格的 98%，则该乘积自动成为修正后的转股价格。

时点回售条款：在本期债券发行日起满三年之日的前三个交易日，持有人有权向本公司回售其持有的全部或部分龙电转债，每张龙电转债的回售价格为债券面值的 105.52%(含第三年利息)。

从表 2 看，各可转债的发行条款的差异很大，有些转债的条款非常优惠，而另一些的则比较苛刻。从投资者的角度来看，有些转债极具投资价值，而有些转债的投资价值可能较低，这就给了投资者很多的研究分析课题。在可转债投资中，由于各转债的基础股票的不同以及自身条款的差异，其市场表现可能会有较大差别，因此需要结合转债的股性和债性两个方面，综合评估这些可转债的投资价值。

4. 已上市可转债的市场表现

2003 年转债的一级市场和二级市场总体表现均出现了很大的起伏。如民生转债虽然在上市首日表现平平，但在两个月内市价最高升至 138.18 元，累计升幅接近 40%。年初钢钒转债网上、网下申购中签率为 100%，民生转债为 87%左右，但随着民生转债在二级市场的上涨，使得原来并不被看好的可转债一级市场一度成为机构投资者的重点目标，转债申购的中签率也开始急转直下，到了 4 月份雅戈转债发行时，参与申购的资金达到近 1600 亿元，中签率迅速降至 0.5%，超额认购倍率达到 199 倍，创下了可转债发行史上的记录。自雅戈转债发行以来，可转债的中签率一直未超过 2%。但是自 9 月份起，股市开始加速下跌，同时原来较稳定的债券市场受升息预期的影响也出现了深幅调整。受此影响，投资者对可转债市场的市场也预期发生变化，可转债二级市场价格转而下行。9 月份上市的华西转债、云化转债两只可转债，虽然在上市首日并未跌破面值，但上市不久云化转债一度跌破面值，而华西转债目前仍在面值以下。由于市场环境的变化，复星转债的中签率回升至 25.47%，但上市首日报收 99 元，成为今年首只上市即跌破了发行价的可转债。到了邯钢转债发行时，可转债却受到了机构投资者的追捧，虽然邯郸转债的规模高达 20 亿，但仍超额认购达 7 倍之多。首钢转债超额认购倍数也在 5 倍以上，其中瑞士银行有限公司动用了近十个亿的资金进行申购，实际获配超过 1.7 亿元。在股市低迷的情况下，由于可转债兼具股票期权与债券性质，其优势成为市场炒作的热点，加上一些转债设计条款的改进，降低了投资者的风险，可转债的内在价值上升。以上情况说明，经历 2003 年的市场检验，可转债的投资价值已逐步被市场所接受，市场表现趋于更加理智。

截止 2003 年 12 月 29 日，沪深两市上市的可转债共有 22 只。从表 2 可以看到，转债价格低于发行价（每张 100 元）的有 2 只，分别为丝绸转 2 和华西转债，其余 20 只转债均在面值以上，平均溢价水平为 13.25%，其中溢价在 10%以上的有 10 只转债，铜都转债的溢价水平达到 33.94%；从转股价格看，已对转股价格进行了向下修正的有 10 只，其中修正幅度最大的万科转债，由初始转股价 12.1 元/股调整到目前的 5.85 元/股，下调幅度达 51.65%，水运转债的下调幅度也达到 51.53%；最新转股价高于股票价格的有 9 只，其中丝绸转 2 的最新转股价大于股票价格的 36.5%，转股价格面临再次下调。也就是说，目前有 13 只可转债的转股价格在实际股票价格之下，这些转债才有转股的可能性。

5、资信评级得到认可与重视

由于可转债兼具普通债券属性，因此对可转债进行评级是必要的，有关法规也对此给予了肯定。2002 年以来发行的 21 只可转债中，有 16 只进行了资信评级，参加评级的占发行总数的 76%。尤其是 2002 年 9 月以来，除云化转债未评级外，其余的转债都进行了评级。这说明可转债评级已为绝大多数发行主体所认可接受，投资者也开始注意可转债的信用等级。

在信用等级方面，获最高级 AAA 的有 8 只，占 50%，最低的也达到 AA，表明这些转债的信用等级均很高。这些转债获得较高信用等级的原因，一是发行转债的上市公司本身实力较强，具有较强的还本付息能力；二是大多数转债由资信高、实力强的商业银行提供担保，使可转债的偿还风险大大降低；三是这些可转债的股性比较突出，大部分甚至全部转债将有很大的可能转换为公司股票。

据了解，在 2003 年公告拟发行转债的 17 家上市公司中，其中有 4 家目前尚未确定是否评级，其余的 13 家公司都已进行了评级。伴随社会信用意识的不断增强，可转债评级将会越来越得到有关各方的重视。

对可转债进行资信评级的评级公司主要是联合资信、大公、中诚信和上海远东。

6、可转债的担保

根据有关规定，发行可转债应提供不可撤消的全额担保。从 2002 年以来发行的可转债担保情况来看，担保人主要分为商业银行和大股东两类，并以商业银行为主，占 81%。其中西钢转债由中保信用担保有限公司提供担保，水运转债、燕京转债和钢钒转债由股东担保，复星转债、首钢转债则由股东和商业银行共同担保，而雅戈转债则选择了 4 家银行商业银行为担保。

从目前看来，已发行转债的资信都很高，大部分由商业银行提供担保，因此，这些风险相对较小的可转债吸引了更多的投资者。在一般情况下，上市公司通过转股价格修正、给予优惠政策等措施推动转股，在长达 5 年的存续期内，估计绝大部分可转债可以转换为公司股票，因此不会给银行的担保带来太大压力。但是另一方面，如果在 5 年内若转股不成功，而发行人的经营业绩、财务状况又恶化，无法偿还到期的转债，届时为这些转债提供担保的银行就会面临很大的风险。

三、2004 年可转债市场展望

对上市公司而言，通过可转债融资比其他渠道进行直接融资（如直接股权融资、企业债券融资）具有更多的优势，因此可转债理应真正成为上市公司的一条重要的直接融资渠道。

目前可转债市场存在的主要问题包括：与增发、配股一样，审批环节的不确定因素较多；个别上市公司选择可转债融资的出发点盲目，“圈钱”的目的明显；一些可转债条款的设计仍过多地照顾到老股东的利益，而对可转债投资者的利益考虑还有不足；投资者还缺乏理性的投资观念，过多注重可转债的股性而忽略其债性，等等。经过 2003 年可转债市场的相对繁荣，上述问题已有所改观。

据统计，在已公告拟发行可转债的 87 家上市公司中，除了已发行的及已决定放弃发行的，还有近 50 家上市公司，其中大部分公司仍在积极申请发行可转债，一些可转债正在接受证监会的审核。2004 年度肯定还有一些上市公司会选择发行可转债这种融资方式。因此，上市公司发行可转债的热情可能会再度升高，预计 2004 年可转债的发行上市频率不会低于 2003 年。

从转债的设计条款看，各转债的发行条款可能还会有较大的差异。根据 2003 年的变化趋势，

预计 2004 年发行转债将采取逐年递增的利率结构，票面利率会较高，赎回、回售价格也会有所提高，以增加转债的保底收入；转债期限以 5 年期的为主；转股价格的上浮幅度肯定不会定的太高，估计上浮幅度在 0.1%~1% 之间；大多数公司发行转债的目的是股权融资而非债权融资，因此转股价格向下修正条款的设计会更加灵活，以促使转债的转股。

作为具有债券与股票期权双重特性的衍生产品，可转债的价值由两部分构成。从转债条款的设计看，目前大部分转债的通过利率补偿，其债券价值已有所体现。但由于今年沪深两市的综合指数总体处于低位，转债的股票期权价值受到股市影响而未实现。虽然股市存在系统风险，但大多数转债可通过实施修正条款，调整转债的转股价格，具有较强的抗跌能力。而一旦股市出现好转，转债与股票同样可以分享股市上涨的好处。目前上市的转债都具有了一定的投资价值，这是被投资者所看好的。因此，对于可转债市场，包括已上市的及即将发行的转债，会赢得投资者的投资热情。

总体来看，目前国内的转债市场规模还很小，可转债还处于发展初期，未来发展的空间广阔。