

投资评级 **推荐** 维持

## 可转债网下申购可行性分析

### 投资要点:

- **可转债网下申购历史数据:** 统计 2017 年 12 月 20 日至 2019 年 6 月 10 日期间存在网下申购数据的 66 只可转债, 发现转债从申购到上市平均等待时间为 27 天, 转债发行规模的中位数为 10 亿元, 顶格申购资金中位数为 7.9 亿元, 获配资金中位数为 45 万元, 中签率 0.05%。网下顶格申购平均单笔收益为 3.87 万元, 申购收益率平均为 6.7%。
- **网下申购盈利情况:** 66 只可转债网下申购中只有 17 只上市后破发, 网下申购的胜率为 73%, 所有申购的平均收益率为 6.7%。因为转债具有债底的保护, 上市日转股价向下很难突破 90 元, 而向上最高可达 125 元, 收益与风险具有不对称性的有利特征。假设执行顶格申购开盘卖出的策略, 在 561 天的统计周期内, 满额申购占用资金日均为 403 万元, 开盘价卖出总获利金额为 255 万元, 收益率 63%。
- **网下申购风险点:** 网下申购风险之一是获配金额过高, 因无法及时补充认购金额而被没收 50 万元保证金, 规避办法一是根据可用资金规模合理确定申购金额, 二是剔除潜在中签率异常高的转债。风险之二是上市后破发, 可转债的债底保护、期权属性降低了下行风险, 对于上市日转股价低于 100 元面值的情形, 转股溢价率绝大部分为正, 破发风险相对可控。
- **申购策略:** 设定几个简单的筛选指标可以降低网下申购的风险, 包括申购日转股溢价率、正股市值、行业属性等。具体而言, 建议不参与转股溢价率高于 7% 的转债、不参与正股市值低于 30 亿元的转债、建议积极参与高评级大市值的金融股转债。
- **投资建议:** 2019 年 3 月之后证监会对可转债网下申购方式进行修改, 禁止同一产品、同一公司多账户申购, 禁止机构或产品超过自身资产规模顶格申购。机构投资者参与网下打新需额外提交承诺函及资产证明文件, 以自有资金认购的, 证明材料可以是近一期的财务报告、存款证明或证券持仓证明等; 通过产品认购的, 证明材料可以是产品估值表或净值表等, 所有材料均需加盖公司公章或外部证明机构公章。资产规模受限情况下, 打新收益率大打折扣, 资金量太小的产品打新不具备经济性, 因此建议规模为 4000 万元以上的产品参与可转债网下申购。按历史数据推算, 占用资金峰值不超 200 万元, 日均占用资金 38 万元。考虑到申购热度高、市场估值改善, 可以预期中签率在 0.03%-0.07% 左右, 单券获配金额在 1-3 万元, 单券获利 10%, 假设全年发行超 50 只, 年获利在 10 万元以上。

分析师: 麦浩明  
Tel: 18998532338  
Email: maihm3@foxmail.com

## 一、历史数据描述统计特征

对网下申购可转债的历史数据进行描述统计分析，统计样本为 2017/12/20 至 2019/06/10 期间存在网下申购数据的 66 只可转债。从统计结果来看，(1) 从申购到上市，平均时间为 27 天，最短时间为 17 天，最长时间为 41 天。(2) 转债的平均发行额为 27.93 亿元，最大发行规模为 400 亿元，最小发行规模为 1.94 亿元，剔除 3 个超大规模的银行转债后平均发行规模为 15.61 亿元。(3) 网下足额申购资金平均为 11.34 亿元，剔除 3 个银行转债后足额申购资金平均为 9.34 亿元。(4) 足额申购平均获配金额为 140 万元，中位数为 45 万元，平均中签率 0.19%，中签率中位数为 0.05%。最大获配金额是张行转债的 1145 万元，最小获配金额是中鼎转 2 的 5 万元。(5) 申购收益平均为 3.87 万元，最大为平银转债的 56.57 万元，最低为苏农转债的 -28.48 万元。申购收益率最高为绝味转债的 26%，最低为凯中转债的 -7%。

表 1 网下申购可转债历史统计数据

统计项目	申购到上市时间	转债发行规模/亿元	网下足额申购资金/亿元	获配金额/万元	网下申购户数	中签率	申购收益率	申购收益/万元
平均值	27	27.93	11.34	138	3159	0.19%	6.7%	3.87
中位数	26	10	7.90	45	1380	0.05%	5.0%	1.53
最小值	17	1.94	1.70	5	1	0.01%	-7.0%	-28.48
最大值	41	400	80.0	1146	14022	2.35%	25.6%	56.57
25 分位	22	6.1	5.0	18	390	0.02%	0%	0
75 分位	29	23	11.0	150	4830	0.20%	12.1%	4.96

## 二、中签率分析

2018 年以来，网下申购足额申购资金平均为 11.34 亿元，中位数为 7.90 亿元，大部分集中在 5-11 亿元的区间。全样本中签率平均为 0.19%，中位数为 0.05%，最低中签率是绝味转债的 0.006%，最高中签率是佳都转债的 2.35%。中签率超过 0.20% 的转债只有 16 只，可以认为中签率大概率在 0.20% 以下。进入 2019 年之后中签率有所下降，2019 年年内平均中签率只有 0.05%。

中签率取决于申购户数和申购金额，网下申购有效户数中位数为 1380 户，极低异常值包括科森转债、奇精转债、钧达转债、佳都转债、华源转债、广电转债，有效申购户数分别只有 90 户、10 户、5 户、1 户、1 户、1 户。中签率分别为 0.33%、0.57%、0.86%、2.35%、0.95%、0.41%，显著高于 0.19% 的平均中签率。

个券的网下申购户数体现了市场的认可程度，网下申购户数低实际上是机构投资者用脚投票的结果，通常会导致较高的中签率和获配金额。一般来说市场在申购时不认可的品种在上市后也会表现更差。6 只申购户数极少的转债中有 5 只上市开盘价均低于面值。

表 2 网下申购户数偏低的转债

转债名称	网下申购户数	网下足额申购资金/万元	网下中签率	足额申购获配金额/万元	上市首日获利额/万元	申购日转股溢价率
科森转债	90	50000	0.33%	164.50	-3.27	-2%
奇精转债	10	29700	0.57%	170.50	-6.50	2%
钧达转债	5	28000	0.86%	239.70	-6.64	0
佳都转债	1	78000	2.35%	211.50	7.40	10%
华源转债	1	35000	0.95%	95.22	-6.45	7%
广电转债	1	64000	0.41%	206.90	-8.28	16%

### 三、网下申购可转债收益分析

#### 1、网下申购历史盈利情况

如果执行全额申购，上市后以开盘价卖出的策略，则 66 只转债中有 48 只盈利，1 只不盈不亏，17 只亏损，胜率为 73%。因为转债具有债底的保护，上市日转股价向下很难突破 90 元，而向上最高达到了 125 元，收益与风险具有不对称性，所有申购的算术平均收益率为 6.7%。最大盈利来自于平银转债，顶格申购资金为 50 亿元，中签率 0.07%，获配金额为 405 万元，上市日开盘价为 113.98 元，卖出获利额为 57 万元，资金锁定 31 天，收益率为 14%。最大亏损是苏农转债，顶格申购资金为 20 亿元，中签率 0.51%，获配金额 1017 万元，上市日开盘价为 97.20 元，卖出亏损额为 28 万元，收益率为-2.8%。最高收益率为绝味转债的 26%，最低收益率为凯中转债的-7%。

统计周期共 561 天，全额申购占用资金日均为 403 万元，开盘价卖出总获利金额为 255 万元，累计收益率 63%。如果加上资产规模的限制，收益额和收益率会大打折扣，对于一个资产规模为 10 亿元的账户，网下申购占用资金日均为 263 万元，收益为 142 万元，收益率 54%；对于一个资产规模为 1 亿元的账户，网下申购占用资金日均为 42 万元，收益为 17 万元，收益率 40%。

#### 2、申购预期盈利与风险

可转债上市首日价格取决于当日转股价值及转股溢价率，前者体现可转债的内在价值，后者体现估值水平。假设执行全额申购，上市后以开盘价卖出的策略，新债上市后价格大于 100 即为盈利，低于 100 即为亏损。所有样本的上市首日平均转股溢价率为 7.03%，整体估值水平受市场情绪、利率水平等影响。2018 年年发行的转债上市首日转股溢价率平均为 5.05%，2019 年发行的上市首日转股溢价率平均为 7.90%。

考察申购收益率的下行风险需要剔除股性转债的影响。对于上市首日的转股价值超过 120 元的股性转债，由于上市到正式转股仍有半年的等待期，转股溢价率通常为负，该部分股性转债的负溢价率会拖低其他转债的溢价率水平。剔除转股价值超过 120 元的转债后，计算得到所有转债上市首日的平均转股溢价率为 7.87%，其中 2018 年为 5.31%，2019 年为 9.57%，即平均来说新债上市首日只要转股价值不低于 94.69 就不会发生亏损。

网下申购的风险之一是获配金额过高，因无法及时补充认购金额而被没收 50 万元保证金，规避办法是根据可用资金规模合理确定申购金额，也可以根据市场偏好剔除潜在中签率异常高的转债。风险之二是上市后破发。可转债的债底保护、期权属性降低了下行风险，尤其是对于上市日转股价值低于 100 元面值的情形，转股溢价率绝大部分为正。目前只有华源转债一个特例，华源转债于 2018 年 11 月 23 日申购，2018 年 12 月 20 日上市，发行总额 4 亿元，评级 AA-，网下申购户数只有 1 户，上市日转股价值为 95.51 元，而转债价格只有 93.23 元，出现了约 2% 的负溢价。综上，申购决策简化为对上市日转股价值的判断，只要判断上市日转股价值不低于 95 元，即使在悲观的市场环境下也大概率是盈利的。

### 四、申购策略

可以使用一些简单指标辅助申购决策，提高申购收益率，规避部分风险，具体指标包括：

#### 1、申购日转股溢价率

转股价定价太高导致正式上市后转股价值远远低于面值，封杀了短期内获利的空间。典型如广电转债申购日正股为 5.96 元，转股价定为 6.91 元，较正股溢价 16%，上市当日正股价格仅为 6.00 元，转股价值 86.83 元，即使当时转股溢价率达到 11%，转债价格也只有 96 元。根据历史数据统计，可以用 7% 的申购日转股溢价率作为简单的筛选标准，高于 7% 不参与申购。

表 3 转股价定价过高转债收益通常不理想

转债名称	顶格申购资金/ 亿元	获配金额/ 万元	网下申购 户数	网下中签 率	申购日溢 价率	上市日转股 溢价率	上市开 盘价	开盘价盈利 /万元
佳都转债	7.80	211.50	1	2.35%	9.81%	6%	105.09	7.40
华源转债	3.50	95.22	1	0.95%	7.06%	-2%	92.80	-6.45
湖广转债	5.00	0	0		17.59%	11%	93.16	0
广电转债	6.40	206.90	1	0.41%	15.94%	11%	95.80	-8.28

## 2、正股市值

小公司发行规模占净资产的比例通常更大，需要更高的风险溢价作为补偿，所以申购热情较低，上市首日的转股溢价率也偏低。30 亿市值以下公司发行的 7 个转债中，除迪森转债外申购户数明显低于 1380 户的中位数，上市日转股溢价率平均只有 2%，也明显低于 7.9% 的平均溢价率水平。采用 30 亿市值作为筛选标准，正股市值低于 30 亿元不参与申购。

表 4 正股市值低于 30 亿元转债

转债名称	发行总额 /亿元	市值/ 亿元	顶格申购 资金/亿元	获配金 额/万元	网下申购 户数	网下中签 率	上市开 盘价	上市转股 溢价率	开盘价盈 利/万元
清水转债	4.90	26	4.00	34.30	390	0.09%	103.06	-3%	1.05
维格转债	7.46	27	6.70	264.90	246	0.40%	106.26	6%	16.59
迪森转债	6.00	29	5.40	11.70	3,051	0.02%	107.98	0%	0.93
今飞转债	3.68	26	3.30	27.10	452	0.08%	108.96	2%	2.43
奇精转债	3.30	28	2.97	170.50	10	0.57%	96.19	3%	-6.50
钧达转债	3.20	26	2.80	239.70	5	0.86%	97.23	6%	-6.64
华源转债	4.00	22	3.50	95.22	1	0.95%	93.23	-2%	-6.45

## 3、金融股转债

转债市场上最受欢迎的是金融股（银行券商保险）转债，尤其是 AAA 级大行的转债，上市首日甚至可能获得 20% 以上的转股溢价率。金融股转债高评级、市值大、实力雄厚等都是市场追捧的特征。更关键的是金融股主要通过发行转债补充资本，发行规模动辄以百亿计，上市公司不愿承担还本付息的压力，转债最后一定以转股方式退出，且转股通常在较短时间内完成，一般 2-3 年内就会完成转股，极强的转股预期导致金融股转债成为转债市场上最受追捧的品种，通常会给出很高的转股溢价率。高评级、大市值、大规模发行都是提高胜率的因子，对于金融股转债可以放松对转股价的要求，只要给出的转股价格不是十分苛刻，最佳选择就是参与申购。

执行以上 3 个策略后，收益率得到了一定优化，顶格申购情况下日均占用资金从 403 万元下降至 342 万元，收益仍为 255 万元，收益率从 63% 提高至 75%，胜率从 73% 提高至 78%。

表 5 金融股转债申购情况

转债名称	信用 等级	发行总额/ 亿元	顶格申购 资金/亿元	获配金 额/万元	申购户数	中签率	上市日转 股价值	上市开 盘价	上市日转 股溢价率	上市日获 利/万元
平银转债	AAA	260	50	404.5	4363	0.07%	93.88	113.98	21%	56.57
中信转债	AAA	400	80	145.5	9572	0.02%	86.71	107.64	24%	11.11
浙商转债	AAA	35	16	27.7	9366	0.02%	84.92	105.99	25%	1.66
苏银转债	AAA	200	30	117	14022	0.04%	90.89	108.99	20%	10.52
张行转债	AA+	25	22.5	1145.6	252	0.61%	100.50	104.05	4%	46.40
苏农转债	AA+	25	20	1017.3	321	0.51%	95.43	97.20	2%	-28.48

## 五、投资建议

2019年3月26日之后，证监会对可转债网下申购方式进行了修改，禁止同一产品、同一公司多账户申购，禁止机构或产品超过自身资产规模顶格申购。机构投资者申购材料除原有的网下申购表、营业执照等，还需要签署投资者申购承诺函及提交资产证明文件。**具体而言，以自有资金认购的，证明材料可以是近一期的财务报告、存款证明或证券持仓证明等；通过产品认购的，证明材料可以是产品估值表或净值表等，所有材料均需加盖公司公章或外部证明机构公章。新规限制后，只能按照资产上限来申购，如果超限申购，承销商有可能认定申购无效。**

网下申购需锁定50万元的保证金，一般锁定4天，根据发行结果多退少补。短时间如一周内发行只数最多在5只左右，占用保证金200万元。假如账户资产规模在4000万元，则账户资金的占用不超过5%，按照4000万元资产上限申购，从历史数据来看锁定获配锁定资金最高在150万元左右，日均占用资金规模为38万元，累计获利金额约7万元，按日均占用资金规模计算的累计收益率为18%。如账户资产规模低于4000万元，则网下申购资金占用比例增加，且收益率快速下降，性价比较低。

**因此建议规模为4000万元以上的产品积极参与可转债网下申购，日均占用资金38万元，占用资金峰值不超200万元。考虑到申购热度高、市场估值改善，可以预期中签率在0.03%-0.07%左右，单券获配金额在1-3万元，单券获利10%，假设全年发行超50只，年获利在10万元以上。**