

啥是定向可转债？

基本结论

- **啥是定向可转债？** 定向可转债是私募债，与普通可转债相比，区别在于定向二字。定向募集的方式使得条款设计更具有灵活性。目前监管鼓励推进定向可转债作为并购重组交易的支付工具，最重要的原因在于，其可以通过灵活的条款设计，增加并购交易的成功性。
- **定向可转债有啥特点？** 一般来说，上市公司收购资产或并购重组的支付方式有现金支付和发行股份两种，两种支付方式各有利弊。定向可转债可以较好地解决现金收购与发股收购的弊端。不仅如此，定向可转债最重要的优势在于其可以通过灵活的条款设计来增加并购交易的成功性。对于并购方来说，若股价上涨意味着其以更少的股权完成了并购。若股价下跌需要支付现金，转债的利息远低于纯债，其相当于用较低的融资成本完成了并购；对于被并购方来说，选择的空间更大，其可以根据自身利益设置个性化条款，保障利益。
- **本周转债市场回顾：** 本周股市继续回暖。截止本周五收盘，上证综指上涨4.54%，创业板指上涨7.25%。分行业板块来看，涨幅最大的行业是非银金融、通信和电子；本周中证转债指数较上周上涨3.15%。从个券表现来看，特发转债、东财转债和盛路转债涨幅最大；本周转债市场成交金额为310.24亿元，较前一周提高了81.91%。本周共有9家公司发布可转债及可交债最新进度情况，其中2家公司发布可转债及可交债董事会预案，3家公司可转债及可交债方案获股东大会通过，1家公司可转债方案获发审委通过，3家公司可转债方案获证监会核准。
- **风险提示：** 1) 经济基本面变化、股市波动带来的风险。2) 正股业绩不及预期，股权质押风险等。

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

内容目录

一、啥是定向可转债？	3
1.定向可转债的由来	3
2.定向可转债有啥特点？	3
3.首例定向可转债——赛腾股份	4
二、本周行情回顾	7
1.权益市场	7
2.债券市场	7
3.转债市场	7
4.一级市场发行进展情况	8
三、风险提示	9

图表目录

图表 1：定向可转债的政策推进历程	3
图表 2：现金支付和发股支付的优缺点对比	4
图表 3：赛腾股份向菱欧科技三名股东分别支付对价的金额及具体方式	4
图表 4：赛腾股份定向可转债基本信息梳理	5
图表 5：上证综指和创业板指指数走势	7
图表 6：不同行业本周涨跌幅（单位：%）	7
图表 7：中证全债指数和中证国债指数走势	7
图表 8：中证转债指数走势	7
图表 9：本周转债及其正股涨跌幅情况（单位：%）	8
图表 10：转债市场周成交额	8
图表 11：2月可转债发行进展情况	8
图表 12：2月可交债发行进展情况	8

一、啥是定向可转债？

2月14日晚间，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》（简称“意见”）¹，要求加强对民营企业的金融服务，通过综合施策，实现各类所有制企业在融资方面得到平等待遇。意见提出，要加大直接融资支持力度。深化上市公司并购重组体制机制改革。**结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债。**

定向可转债是**私募债**，与普通可转债相比，差别在于定向二字。定向募集的方式使得条款设计更具有灵活性。目前监管将定向可转债定位于——并购重组的支付工具。如A可以向B支付定向可转债，作为收购B股权或资产的对价。本文对定向可转债进行梳理和介绍，以供投资者参考。

1. 定向可转债的由来

早在2013年11月，证监会主席肖钢就在中国上市公司协会2013年年会上表示，要进一步完善并购重组的各项政策措施，探索引入定向可转债、优先股等支付工具。随后其他政策也陆续提出，鼓励上市公司发行定向可转债作为一种支付方式。

图表 1：定向可转债的政策推进历程

发布时间	相关政策/会议	具体内容
2013/11/1	证监会主席肖钢在中国上市公司协会2013年年会上的讲话	丰富金融支持措施，探索引入定向可转债、优先股等支付工具。 支持并购重组财务顾问通过适当方式，以股权或者债权的方式提供过桥融资，支持企业并购。同时鼓励发展并购基金，拓宽并购融资的渠道。
2013/11/8	证监会例行新闻发布会	上市公司并购重组仅允许采用股份、现金作为支付方式，存在支付工具单一的问题，难以满足和平衡交易各方的不同利益诉求，制约并购市场发展。 为增加并购重组支付工具，正研究引入定向可转债作为支付工具的可行性。
2014/3/24	国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式， 研究推进定向权证等作为支付方式。鼓励证券公司开展兼并重组融资业务，各类财务投资主体可以通过设立股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等形式参与兼并重组。
2014/10/23	证监会《上市公司重大资产重组管理办法》	上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证用于购买资产或者与其他公司合并。
2015/8/31	证监会、财政部、国资委、银监会四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	推出上市公司定向可转债。 鼓励证券公司、资产管理公司、股权投资基金以及产业投资基金等参与上市公司兼并重组，并按规定向企业提供多种形式的融资支持，探索融资新模式。
2018/11/1	证监会《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点， 支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。
2019/2/14	中央办公厅、国务院办公厅《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	加大直接融资支持力度。积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资。完善股票发行和再融资制度，加快民营企业首发上市和再融资审核进度。深化上市公司并购重组体制机制改革。 结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。 扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债。

来源：证监会等官方网站，国金证券研究所

目前尚无配套的法律法规对定向可转债的发行条件等作出规定。但预计其发行要求会低于公募可转债。

2. 定向可转债有啥特点？

国家鼓励推进定向可转债作为并购重组交易的支付工具，最重要的原因在于，**其可以通过灵活的条款设计，增加并购交易的成功性。**

一般来说，上市公司收购资产或并购重组的支付手段有**现金支付和发行股份**两

来源：¹ http://www.gov.cn/xinwen/2019-02/14/content_5365818.htm

种，两种支付方式各有利弊。

图表 2：现金支付和发股支付的优缺点对比

	优势	劣势
现金支付	1.避免稀释原有股份； 2.并购流程较为方便和快捷。	1.收购方面临的现金压力较大； 2.收购规模受公司自有资金的限制。
发股支付	1.面临的现金压力较小； 2.可以突破自有资金限制，进行大规模收购。	1.股权稀释； 2.仅能以现行股价出售股票，在熊市或公司股价偏低时较为不利。

来源：国金证券研究所整理

定向可转债可以较好地解决现金收购与发股收购的弊端。首先，和现金支付相比，定向可转债虽不如现金支付方便快捷，但其避免了一次性支付对价的现金流压力；与股权支付相比，定向可转债发行人拥有比现行股价更高的价格出售股票的机会，且转股的进度非一次性，而是较为平滑的。不会对原有股东权益的稀释造成太大的冲击。

不仅如此，**定向可转债最重要的优势在于其可以通过灵活的条款设计来增加并购交易的成功性。**

若上市公司想收购某个标的，鉴于目前现金流较为紧张，且当前股价较低摊薄压力大，其可以通过发行定向可转债解决这个问题。并购方可以在转债条款上设定初始转股价，若未来股价上涨，不仅被并购方愿意转股，并购方也实现了用理想股价并购的目的；若未来股价走势不好，被并购方可以选择不换股而持有债权，要求并购方还本付息支付对价，保障了被并购方能够获得基本的交易对价。若并购方现金流较为紧张，不愿还本付息，其可以通过下修转股价等方式促转股，减少其自身的财务风险，但这也意味着上市公司将需要支付更多的股份，对现有股份将造成更大的稀释。

总结来看，**对于并购方来说，股价上涨意味着其以更少的股权完成了并购。若股价下跌需要支付现金，转债的利息又远低于纯债，其相当于用较低的融资成本完成了并购；对于被并购方来说，其选择的空间更大，其可以根据自身利益设置个性化条款，保障利益。**因此无论是并购方还是被收购方，都可以保证在双方都满意的情况下实现经济行为。

3. 首例定向可转债——赛腾股份

2018年11月8日，苏州赛腾精密电子股份有限公司（以下简称“赛腾股份”）发布公告《发行可转换债券、股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》。

根据公告，在此次交易中，赛腾股份拟通过发行可转换债券、股份及支付现金的方式购买张玺、陈雪兴、邵聪持有的菱欧科技 100%的股权。交易各方确定标的资产的交易金额为 21,000 万元。其中以发行可转换债券的方式支付交易对价的 60%，即 12,600 万元；以发行股份的方式支付交易对价的 10%，即 2,100 万元；以现金方式支付交易对价的 30%，总计 6,300 万元。同时，赛腾股份拟通过询价方式向其他不超过 10 名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 14,000 万元，不超过本次交易中以发行可转换债券及股份方式购买资产的交易价格的 100%。

本次发行股份购买资产的发股价格为 19.30 元/股，不低于定价基准日前 60 个交易日股票均价的 90%，即 19.29 元/股。本次发行可转换债券的初始转股价格为 19.30 元/股，与发行股份定价方式相同。同时此次发行的可转换债券转股的股份来源为公司发行的股份或公司因回购股份形成的库存股。

图表 3：赛腾股份向菱欧科技三名股东分别支付对价的金额及具体方式

交易方	所持菱欧科技股权比例	总对价	现金对价	发行可转债支付对价	发行可转债数量(万张)	可转换债券按初始转股价格可转股数量(股)	股份对价	直接发行股份数量(股)
张玺	0.41	8610	2583	5166	51.66	2676683	861	446113
陈雪兴	0.375	7875	2362.5	4725	47.25	2448186	787.5	408031
邵聪	0.215	4515	1354.5	2709	27.09	1403626	451.5	233937

交易方	所持菱欧科技股权比例	总价	现金对价	发行可转债支付对价	发行可转债数量(万张)	可转换债券按初始转股价格转股数量(股)	股份对价	直接发行股份数量(股)
合计	1	21000	6300	12600	126	6528495	2100	1088081

来源: Wind, 国金证券研究所

正如前文所述, 定向可转债用于并购, 最吸引人的灵活的条款设置, 上市公司和交易方可以通过灵活的条款设计, 增加谈判的弹性。赛腾股份的案例中, 特殊条款方面设置了转股价格上修、转股价格下修、有条件强制转股条款和提前回售条款。

与普通可转债类似, 此例中下修条款为, 当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时, 董事会有权提出下修方案, 但需要股东大会批准。若转股价下修条款触发后, 没有获得股东大会的批准, 股价会继续下跌, 这时提前回售条款成为保护其利益的重要安排。赛腾股份对提前回售条款的行权期进行了规定, 行权期为 10 日。即在各年度首次达到提前回售权行使条件时起, 交易方的提前回售权进入行权期, 行权期长度为 10 个交易日, 若交易对方在行权期内未行使提前回售权, 则交易对方至下一考核期审计报告出具前不应再行使提前回售权。行权期满后, 交易对方所持满足解锁条件的可转换债券中未回售的部分, 自行权期满后第一日起, 按照 0.6% 年利率计算利息。

下修条款与提前回售条款的搭配, 综合权衡了上市公司和交易对手方的利益, 增加了交易谈判弹性。

与普通可转债不同的是, 此定向可转债中增设了转股价格上修条款。即在本次发行的可转换债券存续期间, 当交易对方提交转股申请日前二十日赛腾股份股票交易均价不低于当期转股价格 150% 时, 则当次转股时应按照当期转股价的 130% 进行转股, 但当次转股价格最高不超过初始转股价格的 130%。

上修条款意味着当股价大幅上涨时, 上市公司有权利对转股价进行上修, 以减少股权被稀释的程度, 保护上市公司股东的利益。这又体现了定向可转债通过条款设计来保证交易双方的利益。

图表 4: 赛腾股份定向可转债基本信息梳理

	具体内容	
正股标的	赛腾股份/603283.SH	
发行规模	1.26 亿元	
发行方式	非公开发行、发行对象为张玺、陈雪兴、邵聪	
票面利率	0.01%/年, 到期后一次性还本付息	
转债信息	存续期	本次定向可转换债券的存续期限与交易对方业绩承诺期相关。本次定向可转换债券的存续期限自发行之日起, 至标的公司最后一期《专项审核报告》及《减值测试报告》出具日与补偿实施完毕日孰晚后 30 个交易日止
	锁定期	12 个月内不得转让及转股 (“限制期”), 12 个月后分批解锁
	初始转股价格	19.30 元/股
重要条款	募集资金用途	购买张玺、陈雪兴、邵聪持有的菱欧科技股权
	下修条款	在本次发行的可转换债券存续期间, 当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时, 公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决, 修正后的转股价格不得低于董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日交易均价的 90%。
	上修条款	在本次发行的可转换债券存续期间, 当交易对方提交转股申请日前二十日赛腾股份股票交易均价不低于当期转股价格 150% 时, 则当次转股时应按照当期转股价的 130% 进行转股, 但当次转股价格最高不超过初始转股价格的 130%。
	有条件强制转股条款	在本次发行的可转换债券存续期间, 如公司股票连续 30 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% 时, 上市公司董事会有权提出强制转股方案, 并提交股东大会表决, 该方案须经出席股东大会的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施, 股东大会进行表决时, 持有本次发行的可转换债券的股东应当回避。通过上述程序后, 上市公司有权行使强制转股权, 将满足解锁条件的可转换债券按照当时有效的转股价格强制转化为赛腾股份普通股股票。

提前回售条款

当交易对方所持可转换债券满足解锁条件后，如公司股票连续 30 个交易日的收盘价格均低于当期转股价格的 80%，则交易对方有权行使提前回售权，将满足解锁条件的可转换债券的全部或部分以面值加当期应计利息的金额回售给上市公司。

来源：Wind，国金证券研究所

二、本周行情回顾

1. 权益市场

本周股市继续回暖。截止本周五收盘，上证综指上涨 4.54%，报收 2,804.23 点；创业板指上涨 7.25%，报收 1,456.30 点。

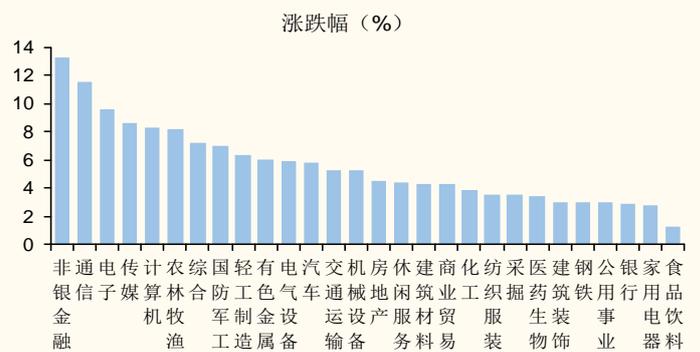
分行业板块来看，本周行业全部上涨。其中涨幅最大的行业是非银金融、通信和电子，涨幅分别为 13.24%、11.53%和 9.56%。

图表 5：上证综指和创业板指指数走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：不同行业本周涨跌幅（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

2. 债券市场

本周债券指数有所下降。周一国债期货低开后低位震荡，午盘后跌幅扩大，10 年期主力合约收跌 0.25%，5 年期主力合约跌 0.2%。现券 10 年期主要利率债收益率上行 2-3bp 左右，现券国债交投普遍清淡；周二国债期货主力合约全线收涨，10 年期主力合约涨 0.19%，5 年期主力合约涨 0.04%。现券国债收益率转为下行，交投整体偏清淡；周三国债期货全日窄幅震荡，10 年期主力合约收涨 0.17%，5 年期主力合约涨 0.08%，现券国债收益率小幅下行，交投清淡；周四国债期货午后震荡拉升，10 年期主力合约收涨 0.1%，5 年期主力合约涨 0.04%；周五国债期货全日窄幅震荡，收盘普遍下跌，10 年期主力合约跌 0.07%，5 年期主力合约跌 0.06%。

图表 7：中证全债指数和中证国债指数走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：中证转债指数走势



来源：Wind，国金证券研究所

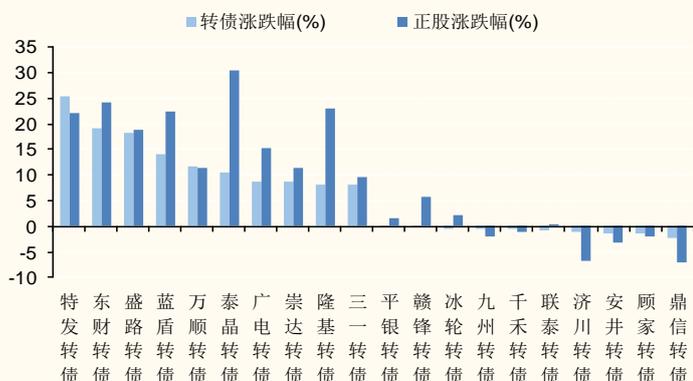
3. 转债市场

本周中证转债指数较上周上涨 3.15%，报收 311.63 点。从个券表现来看，绝大多数转债有所上涨，其中特发转债、东财转债和盛路转债涨幅最大，涨幅分别

为 25.38%、19%和 18.21%。安井转债、顾家转债和鼎信转债跌幅最大，跌幅分别为 1.36%、1.43%和 2.27%。

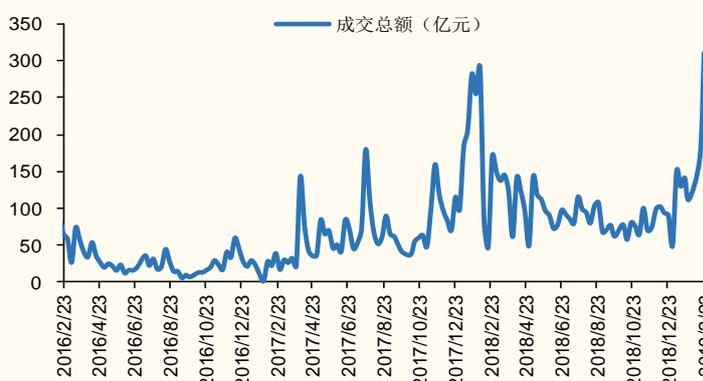
本周转债市场成交金额为 310.24 亿元，较前一周提高了 81.91%。

图表 9：本周转债及其正股涨跌幅情况² (单位：%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：转债市场周成交额



来源：Wind，国金证券研究所

4. 一级市场发行进展情况

本周共有 9 家公司发布可转债及可交债最新进度情况，其中 2 家公司发布可转债及可交债董事会预案，3 家公司可转债及可交债方案获股东大会通过，1 家公司可转债方案获发审委通过，3 家公司可转债方案获证监会核准。

图表 11：2 月可转债发行进展情况

公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	发审委通过公告日	发行规模(亿元)
2019/2/18	002406.SZ	远东传动	董事会预案		9.44
2019/2/22	300748.SZ	金力永磁	股东大会通过		4.39
2019/2/22	300700.SZ	岱勒新材	发审委通过	2018/9/10	2.10
2019/2/22	603081.SH	大丰实业	证监会核准	2018/12/24	6.30
2019/2/22	600996.SH	贵广网络	证监会核准	2018/7/30	16.00
2019/2/20	002497.SZ	雅化集团	证监会核准	2018/11/19	8.00
		共 3 家公司	董事会预案	发行规模为 30.14 亿元	
2019 年以来可转债发行进展情况		共 14 家公司	股东大会通过	发行规模为 78.69 亿元	
		共 10 家公司	发审委通过	发行规模为 85.45 亿元	
		共 17 家公司	证监会核准	发行规模为 82.08 亿元	

来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：2 月可交债发行进展情况

公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	发审委通过公告日	发行规模(亿元)
2019/2/18	002382.SZ	蓝帆医疗	董事会预案		--
2019/2/22	600704.SH	物产中大	股东大会通过		35
2019/2/19	600782.SH	新钢股份	国资委批准		20
2019 年以来可转债发行进展情况		共 1 家公司	董事会预案	发行规模为暂无信息	
		共 2 家公司	股东大会（国资委）批准	发行规模为 55 亿元	

来源：Wind，国金证券研究所

² 分别取涨幅和跌幅前十的个券。

三、风险提示

- 1) 经济基本面变化、股市波动带来的风险。
- 2) 正股业绩不及预期，股权质押风险等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH