

转债下修因子&策略梳理盘点

证券研究报告

2024年02月26日

转债量化专题

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：转债“深V”行情修复几何？-可转债市场周报（2024.02.25）》
2024-02-25
- 2 《固定收益：2024年春节后国内高频数据跟踪-高频数据跟踪 20240225》
2024-02-25
- 3 《固定收益：本周信用债一二级市场回顾-信用债市场回顾（2024-02-25）》
2024-02-25

我们从稀释率、市场整体分位、历史触发下修条款情况、大股东转债持有情况、日历效应、到期时间等多个维度，对转债下修 & 不下修的概率进行了测算：

从公司对转债下修态度的边际变化入手或可以一定程度提高下修胜率。一方面，当公司在转债下修相关信披方面出现边际上更加“积极”的表现时，转债下修博弈的胜率有所提高。另一方面，当公司设置的下修重新起算期有边际缩短迹象时，下次触发下修提示下修的概率相对更高。

另外，此前进行过下修的转债，当次触发下修条款后下修的概率更高。

从公司大股东是否还持有转债的角度来看，大股东持有转债的下修概率更高。整体来看，下修的案例中大股东平均公开披露持有转债占发行量 11%左右，不下修案例中占 7%左右。若触发下修时大股东最近一次公开披露持有转债，当次披露触发下修公告，下修的概率约 20%。

从到期时间角度来看，随着转债到期日临近，当次披露触发下修公告，转债下修概率有提高的趋势。从 2022 年 8 月以来的案例来看，转债下修概率在距离到期日 2-3 年左右有明显跳变。

从日历效应角度来看，每年的业绩预告、季度报告披露月份或之前一个月份，选择下修的转债数量 & 比例都有明显提升。

从当期市场行情表现来看，在较低的市场点位上，转债下修的概率略高一点：一方面，市场低位环境下触发下修条件的标的更多；另一方面，市场低位环境下部分标的有触发回售条款可能，倒逼发行人行使下修权利。但在低市场环境下，上市公司也可能会有市场偏弱行情延续导致“无效下修”、大股东持有转债无法投票情况下少数股东不希望下修导致下修失败等因素的考量。

另外，从我们的测算结果来看，市场行情、稀释率并不是较好的提高下修胜率的因子。

结合以上单因子测算结果，我们做了 0-8 的打分体系，回测来看下修胜率随着分数提高有明显单调性，其中 5 分及以上时历史下修概率为 35%左右。

虽然字面上的胜率看上去并不算高，但从策略回测角度来看：2023 年年初回测至 2024 年 2 月 8 日，前次是否默拒下修、默拒下修占比超过 50% 因子优化下的下修博弈策略表现优秀。从给定区间回测表现来看，前次是否默拒下修因子优化下修博弈策略收益率 21.09%，卡玛比 2.25；2023 年策略收益 29.10%，卡玛比 4.24，策略容量或在 4 亿左右。从单次博弈的表现看，相对裸博弈策略，前次是否默拒下修策略的胜率、赔率均明显提升，而默拒下修占比超过 50% 因子的胜率提升明显，赔率有所下降。

当前市场处于相对较低的位置，偏债转债市场占比达到历史峰值，给市场带来大量下修博弈机会。但与此同时，多数转债在此前无下修预期的情况下，在相对较短的时间内平价迅速跌破下修线，下修意愿或并不强烈。在这个环境下，剩余存续期因子，历史下修情况因子或有一定表现：一方面，本身有一定转股诉求的公司或抓住机会进行下修，如临期，或历史多次下修的公司，稀释率相对较低，大股东或有下修意愿。

风险提示：统计规律失效风险，转债信用风险，宏观环境变化风险等

内容目录

1. 转债下修案例的统计或需关注哪些特殊情况？	4
2. 哪些因子可以提高下修的胜率？	4
2.1. 历史下修条款执行情况	5
2.1.1. 是否公告触发提示	5
2.1.2. 默拒下修占比	5
2.1.3. 下修重新起算期变化	6
2.1.4. 此前是否下修过	6
2.2. 大股东转债持有情况	7
2.3. 剩余存续期	7
2.4. 日历效应	8
2.5. 市场行情	8
2.6. 稀释率	9
2.7. 复合因子表现情况	9
3. 下修博弈策略设计及表现	10
4. 当前市场环境下，如何考虑下修博弈？	14

图表目录

图 1: 2022.8-2024.2.8 下修相关公告统计	4
图 2: 2022.8-2024.2.8 默拒下修，不下修，不下修冷却期统计	4
图 3: 多数不下修案例集中在 181-211 天区间（2022.8-2024.2.8）	4
图 4: 当次下修，前次不下修公告冷却期平均比当次不下修情况更短	6
图 5: 距离到期日限制和下修案例占比之间的关系	7
图 6: 转债下修高点往往在业绩预告博弈期前后（2022.8 至 2024.2.8）	8
图 7: 中证转债指数历史分位&下修触发情况箱型图	8
图 8: 中证转债指数过去一个月涨跌幅&下修触发情况箱型图	8
图 9: 不同存续期下修&不下修平均稀释率分布（2022.8-2024.1.19）	9
图 10: 打分明细	10
图 11: 2022.8-2024.2.8 下修情况测算	10
图 12: 打分结果和下修胜率之间单调性较强	10
图 13: “裸博弈”仓位中标的个数分布	10
图 14: “裸博弈”仓位中标的存续余额总量（单位：亿）	10
图 15: “裸博弈”策略净值曲线比较（中证转债）	10
图 16: “裸博弈”策略净值曲线比较（中证国债）	10
图 17: “裸博弈”胜率赔率统计（2022.8-2024.2.8）	11
图 18: “裸博弈”收益分布	11
图 19: 裸博弈及其优化策略净值表现（2023.1-2024.2.8）	12
图 20: 各个策略容量测试（2022.8-2024.2.8）	12

图 21: 不同剩余存续期限限制净值曲线比较	13
图 22: 不同剩余存续期限限制胜率赔率变化 (2022.8-2024.2.8)	13
图 23: 不同剩余存续期限限制净值曲线比较	13
图 24: 不同剩余存续期限限制胜率赔率变化 (2022.8-2024.2.8)	13
表 1: 披露可能下修公告对应转债下修, 不下修情况 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	5
表 2: 历史默拒下修情况对当次下修概率影响 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	5
表 3: 前次不下修情况对当次下修概率影响 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	6
表 4: 冷却期变化对下修概率影响 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	6
表 5: 历史下修情况对当次下修概率影响 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	6
表 6: 大股东持有转债情况对当次下修概率影响 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	7
表 7: 不同剩余存续期与下修案例明细 (2022.8-2024.2.8, 单位: 个案例)	7
表 8: 当次稀释率对当次下修概率影响 (2022.8-2024.1.19, 单位: 个案例)	9
表 9: 各个策略回测净值表现	12

1. 转债下修案例的统计或需关注哪些特殊情况？

首先，转债下修规则以转债新规作为分水岭。2022年8月开始。转债新规对触发转股价格修正条件后的重新起算期，转股价格修正条件触发前的信息披露做出明确要求。一方面，新规后转债相关条款触发时点、行权情况能够得到相对明确的统计。另一方面，新规明确转债若行使转股价格修正条件，需要在5个交易日前给出触发提示，否则视为不下修，在信披上对投资者进行下修博弈提供了有力支持。基于此，我们从2022年8月开始统计转债触发价格修正的案例。

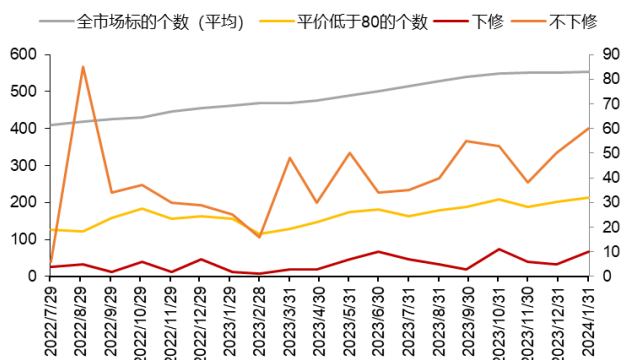
另外，转债新规明确了“默拒下修”这一情况：若当次触发下修条款不行权（触发当日盘后未披露下修公告），则从次一交易日重新计算触发转股价格修正周期。结合转债触发转股价格修正周期开始时间、触发转股价格修正条件后的重新起算日期以及下修条款规定的触发条件，我们一定程度上可以计算出转债的下修触发进度，并以此计算出默拒下修的触发时间点。但结合新规及转债募集说明书相关条款的表述、新规的实际执行情况来看，计算结果和实际的信披情况对照会存在一些出入。

2. 哪些因子可以提高下修的胜率？

我们从稀释率、市场整体分位、历史触发下修条款情况、大股东转债持有情况、日历效应、到期时间等多个维度，对转债下修 & 不下修的概率进行了测算。另外，在本节我们选取的数据截止日为2024年2月8日。

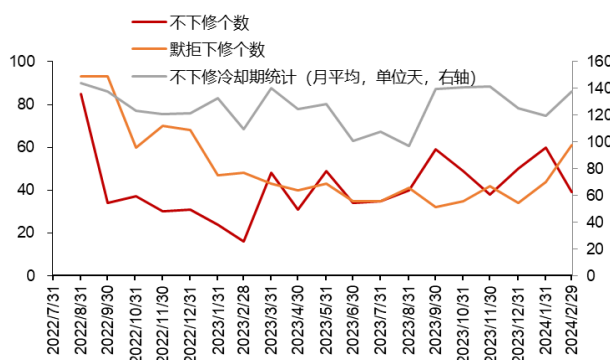
2022年8月至2024年2月8日，行使下修权利案例数量约为不行使下修权利案例的6%左右。若不考虑默拒下修，这一比例在13%左右。默拒下修的案例数量多于直接公告不下修案例。多数转债触发转股价格修正条件后的重新起算期在半年（180天）左右，重新起算期超过200天的案例较少。

图 1：2022.8-2024.2.8 下修相关公告统计



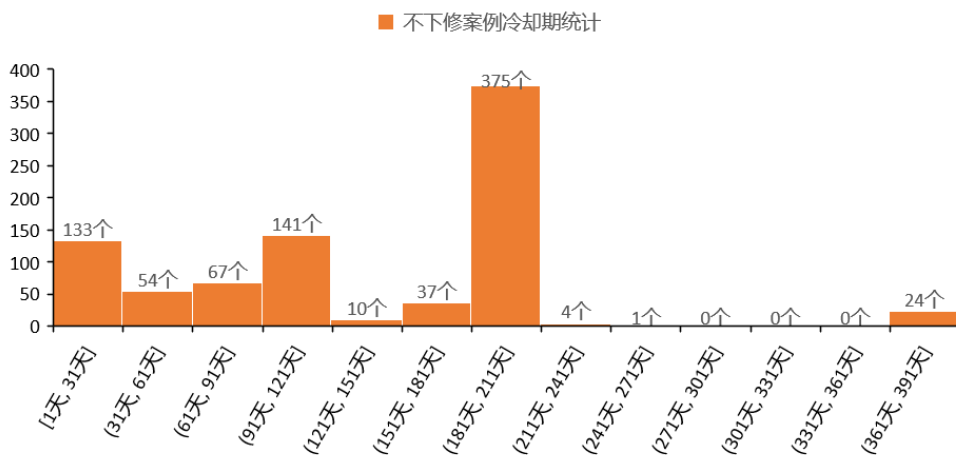
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：2022.8-2024.2.8 默拒下修，不下修，不下修冷却期统计



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：多数不下修案例集中在 181-211 天区间（2022.8-2024.2.8）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1. 历史下修条款执行情况

2.1.1. 是否公告触发提示

从之前是否公告触发提示的角度来看，发布触发下修条款提示的转债进行下修的概率为 13% 左右。值得一提的是，转债新规明确若下修需披露触发下修提示，不发布触发下修条款提示进行下修的概率应当为 0，但 2022 年 8 月至 2024 年 2 月 8 日仍有少部分转债违规下修，我们推测这部分转债要么是在新规刚发布不久时发生下修。要么属于需要紧急下修促转股的情况，如公司发生系统性风险等。

基于下修进度测算存在误差等多方面原因后续我们在计算下修概率时，仅限制在有可能下修公告的案例进行分析。

表 1：披露可能下修公告对应转债下修，不下修情况（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

	有可能下修公告	没有可能下修公告	合计
不下修	631	157	788
下修	96	6	102
合计	727	163	890
下修概率	13.20%	-	

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.2. 默拒下修占比

从公司对转债下修态度的边际变化入手或可以一定程度提高下修胜率。一方面，当公司在转债下修相关信披方面出现边际上更加“积极”的表现时，转债下修博弈的胜率有所提高：从历史数据来看，若转债此前超过半数情况默拒下修，当次披露触发下修提示，转债下修概率为 15%，而不超过半数情况默拒下修披露触发下修提示对应下修概率为 11%；若转债前次默拒下修而当次披露触发下修提示，转债下修概率为 22%，而前次非默拒下修披露触发下修提示对应下修概率为 12%。另外，若转债首次考虑是否下修，则当次披露触发下修提示转债下修概率为 13%左右。

表 2：历史默拒下修情况对当次下修概率影响（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

历史默拒下修情况	下修	不下修	下修占比
默拒下修占比超过 50%	62	343	15.3%
默拒下修占比不超过 50%	34	288	10.6%

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3：前次不下修情况对当次下修概率影响（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

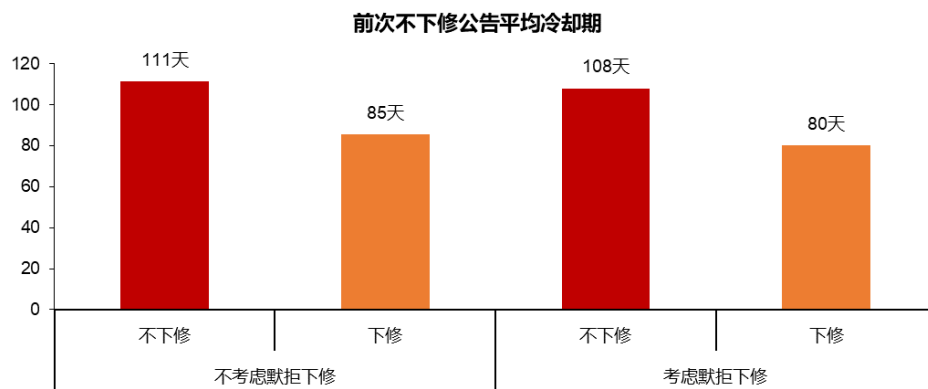
前次下修情况	下修	不下修	下修占比
前次为默拒下修	20	73	21.5%
前次非默拒下修	47	362	11.5%
首次考虑是否下修	29	196	12.9%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.3. 下修重新起算期变化

当公司设置的下修重新起算期有边际缩短迹象时，下次触发下修提示下修的概率相对更高；若前次触发下修条款选择不下修，并且设置的重新起算期相对以往更短，当次披露触发下修公告，下修概率为 14%左右，相比之下若设置的重新起算期比以往更长，当次下修概率为 6%左右。需要提及的是，我们将默拒下修的重新起算期算作 1 天加入统计中。

图 4：当次下修，前次不下修公告冷却期平均比当次不下修情况更短



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 4：冷却期变化对下修概率影响（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

	前次冷却期不低于平均	前次冷却期低于平均
不下修	130	98
下修	9	16
下修概率	6%	14%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.4. 此前是否下修过

此前进行过下修的转债，当次触发下修条款后下修的概率更高。平均来看，当次选择不下修的转债此前下修平均次数约为 0.07 次，选择下修的转债此前下修平均次数为 0.27 次。此前下修过的转债且当次披露触发下修公告，下修的概率约为 33%，未曾下修过的转债当次披露触发下修公告，下修的概率约为 11%。

表 5：历史下修情况对当次下修概率影响（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

	此前下修过的转债	此前未曾下修过的转债
不下修	44	587
下修	22	74
下修概率	33%	11%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 大股东转债持有情况

从公司大股东是否还持有转债的角度来看，大股东持有转债的下修概率或更高。整体来看，下修的案例中大股东平均公开披露持有转债占发行量 10%左右，不下修案例中占 7%左右。若触发下修时大股东最近一次公开披露持有转债，当次披露触发下修公告，下修的概率约 16%，相比之下大股东最近一次未公开持有转债，对应的概率为 12%。

更进一步的，若大股东持有转债超过 20%，则其转债减持行为在一定程度上有信披限制。基于此用 20%替代 0 作为阈值优化这一因子，结果上来看，下修概率略有提高。

表 6：大股东持有转债情况对当次下修概率影响（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

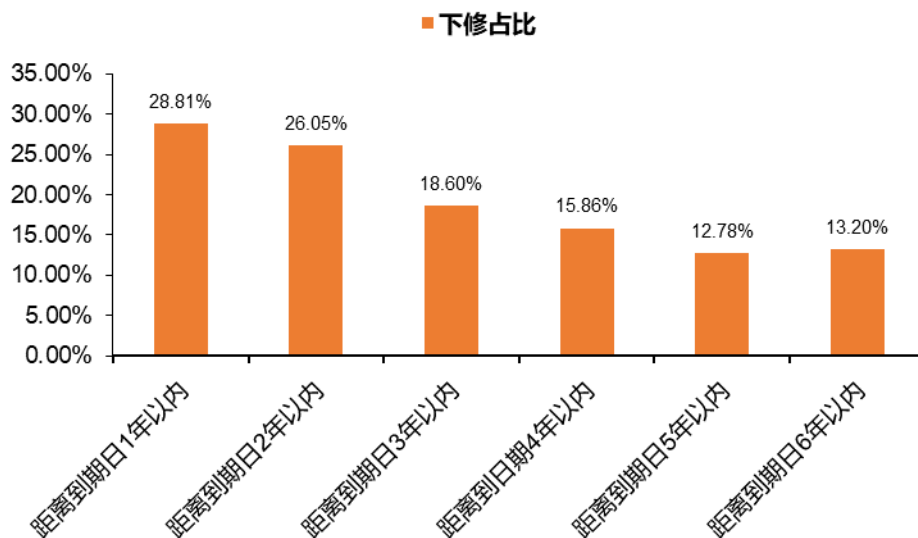
	大股东持有转债	大股东不持有转债	大股东持有转债占发行超过 20%	大股东持有转债占发行不超过 20%
下修	39	57	26	70
不下修	198	433	122	509
下修概率	16%	12%	18%	12%

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3. 剩余存续期

从到期时间角度来看，随着转债到期日临近，当次披露触发下修公告，转债下修概率有提高的趋势。从 2022 年 8 月至 2024 年 2 月 8 日的案例来看，转债下修概率在距离到期日 2-3 年左右有明显跳变，其中距离到期日 2 年以内标的下修概率在 26%左右。

图 5：距离到期日限制和下修案例占比之间的关系



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 7：不同剩余存续期与下修案例明细（2022.8-2024.2.8，单位：个案例）

	下修案例	不下修案例	下修占比
距离到期日 1 年以内	17	42	28.81%
距离到期日 2 年以内	31	88	26.05%
距离到期日 3 年以内	45	197	18.60%
距离到日期 4 年以内	59	313	15.86%
距离到期日 5 年以内	68	464	12.78%
距离到期日 6 年以内	96	631	13.20%

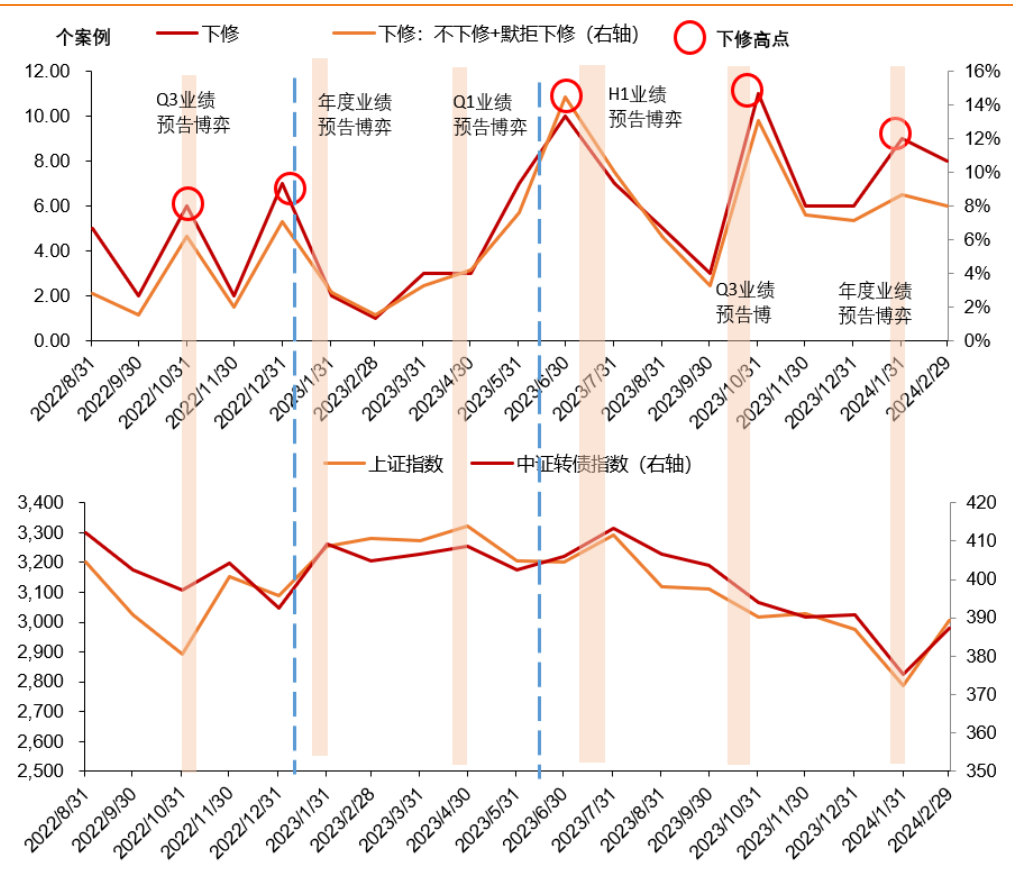
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4. 日历效应

从日历效应角度来看，每年的业绩预告、季度报告披露月份或之前一个月份，选择下修的转债数量 & 比例都有明显提升。具体来看，2023 年以来 5 只转债在业绩预告披露的当月进行了下修，其中有好消息的 3 只，有坏消息的 2 只。

从目前的情况，结合前述理论分析来看，1、6、10、12 月或为转债下修高点，但目前样本数量有限，或存在一定偏颇。

图 6：转债下修高点往往在业绩预告博弈期前后（2022.8 至 2024.2.8）



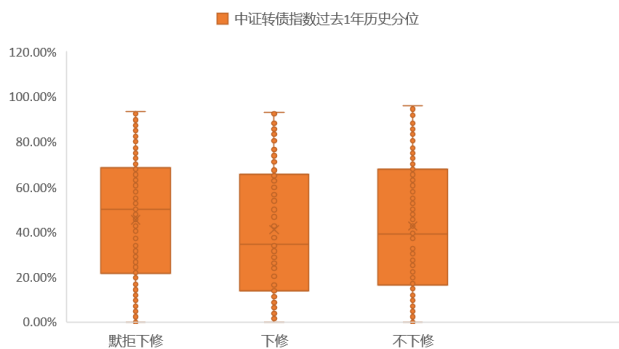
资料来源：WIND，天风证券研究所

2.5. 市场行情

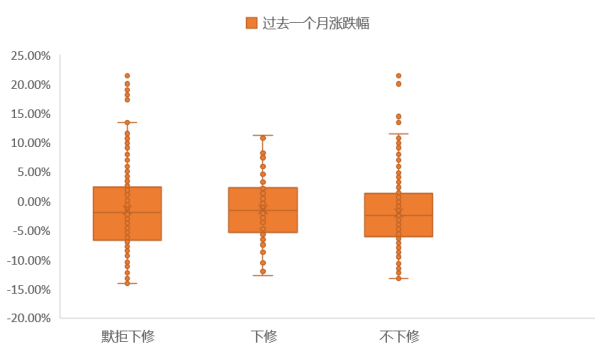
从当期市场行情表现来看，上证综指 1 年 30% 以下历史分位、30% 以上历史分位可能下修概率均在 13% 左右，这或说明并不是市场越低迷，上市公司越倾向下修。一方面，市场低位环境下触发下修条件的标的更多；另一方面，市场低位环境下部分标的有触发回售条款可能，倒逼发行人行使下修权利。但在低市场环境下，上市公司也可能会有市场偏弱行情延续导致“无效下修”、大股东持有转债无法投票情况下少数股东不希望下修导致下修失败等因素的考量。

图 7：中证转债指数历史分位&下修触发情况箱型图

图 8：中证转债指数过去一个月涨跌幅&下修触发情况箱型图



资料来源：WIND，天风证券研究所

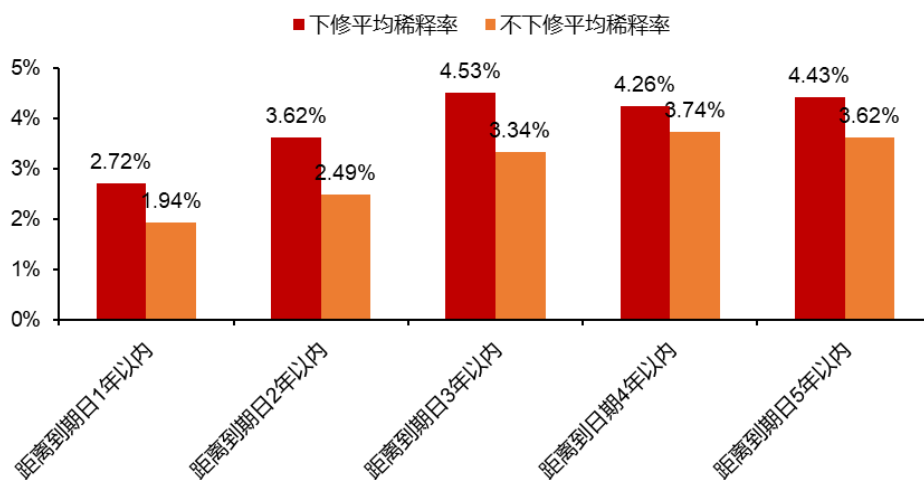


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.6. 稀释率

从我们的测算结果来看，稀释率并不是较好的提高下修胜率的因子。一方面，整体来看，不下修案例对应的平均稀释率要明显低于下修案例，另一方面，以所有案例的稀释率中位数（2.4%左右）为界限将触发下修的案例分成两组，两组中转债下修概率均为14%左右，分层不明显。其可能的原因在于，一方面各个公司正股流动性不同，能承受转债转股对正股的稀释能力不一致，公司股东对股价稀释的接受度也不尽相同；另一方面，不排除部分转债在临近触发下修时股价回暖，股东认为已无下修必要的情况。

图9：不同存续期下修&不下修平均稀释率分布（2022.8-2024.1.19）



资料来源：WIND，天风证券研究所

表8：当次稀释率对当次下修概率影响（2022.8-2024.1.19，单位：个案例）

	下修	不下修	下修概率
稀释率在历史中位数以上	39	265	14.72%
稀释率在历史中位数以下	43	298	14.43%
稀释率中位数	2.40%		

资料来源：WIND，天风证券研究所

2.7. 复合因子表现情况

用打分加总的方法，选取上述相对有效的因子，我们得到了从0到8胜率几乎完全单调上升的复合因子结果，如下表所示。值得一提的是，由于剩余期限因子在单因子测试中的效果确实较好，因此我们在打分体系中给这一因子提高了一倍权重。

图 10：打分明细

评分项	评分方式
1	默拒下修是否超过50%
2	本次公告前是否非默拒下修
3	大股东是否持有转债超过20%
4	是否月份属于1,6,10,12
5	距离到期是否小于2年
6	此前是否下修过
7	前次不下修冷却是否低于平均
	总分

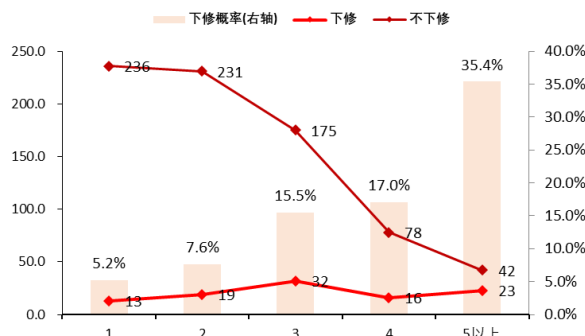
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：2022.8-2024.2.8 下修情况测算

分数	下修	不下修	下修概率
1	13	236	5.2%
2	19	231	7.6%
3	32	175	15.5%
4	16	78	17.0%
5	18	31	36.7%
6	5	10	33.3%
7	0	1	0.0%

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：打分结果和下修胜率之间单调性较强



资料来源：WIND，天风证券研究所

3. 下修博弈策略设计及表现

我们基于以下方式设计下修博弈的基础策略：在转债公告可能下修时买入，在公司宣布下修 & 不下修或下修博弈期结束的次一交易日卖出，不考虑交易费率，每个标的等权重投资，从 2023 年年初投资至 2024 年 2 月初。我们简称这一策略为“裸博弈”策略。

整体来看，从 2023 年年初至 2024 年 2 月 8 日，这一策略全期收益在 2.82% 左右，卡玛比 0.29。若假定允许的集中度在 10%，则策略容量大概在 5-40 亿之间，仓位中标的数量平均在 17 上下。策略收益显著高于同期中证转债指数（-3.41%），和低价策略（每月月末等权买入 10 只价格低转债，A-以上评级，1.5 亿余额以上，10 天平均成交不低于 1500 万，收益 0.84%）表现类似但收益更高。但需要注意的是，这一策略调仓频率几乎是日度，若考虑交易费率，则策略收益将显著降低。

另外，从存量的角度还是个券数量的角度，2 月以来策略容量均表现出明显上行。

图 13：“裸博弈”仓位中标的个数分布



资料来源：WIND，天风证券研究所

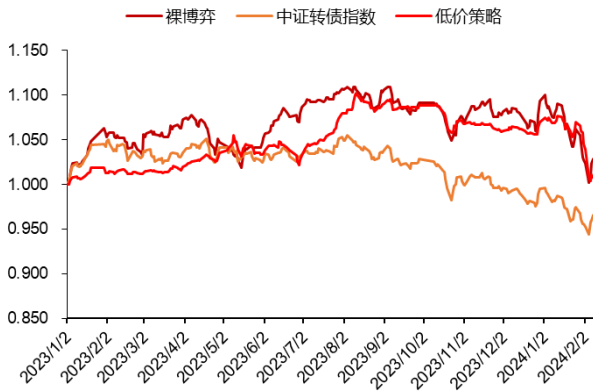
图 14：“裸博弈”仓位中标的存续余额总量（单位：亿）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：“裸博弈”策略净值曲线比较（中证转债）

图 16：“裸博弈”策略净值曲线比较（中证国债）



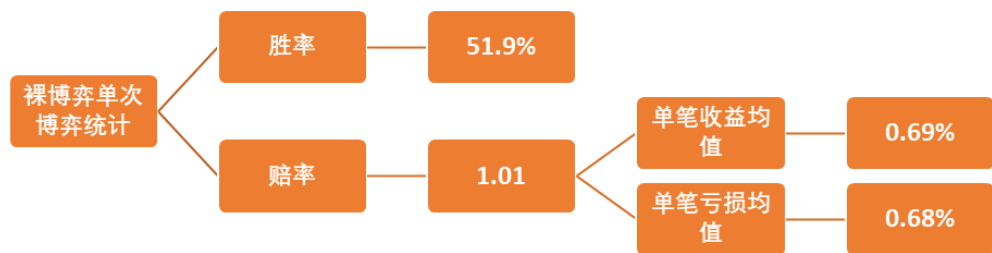
资料来源：WIND，天风证券研究所



资料来源：WIND，天风证券研究所

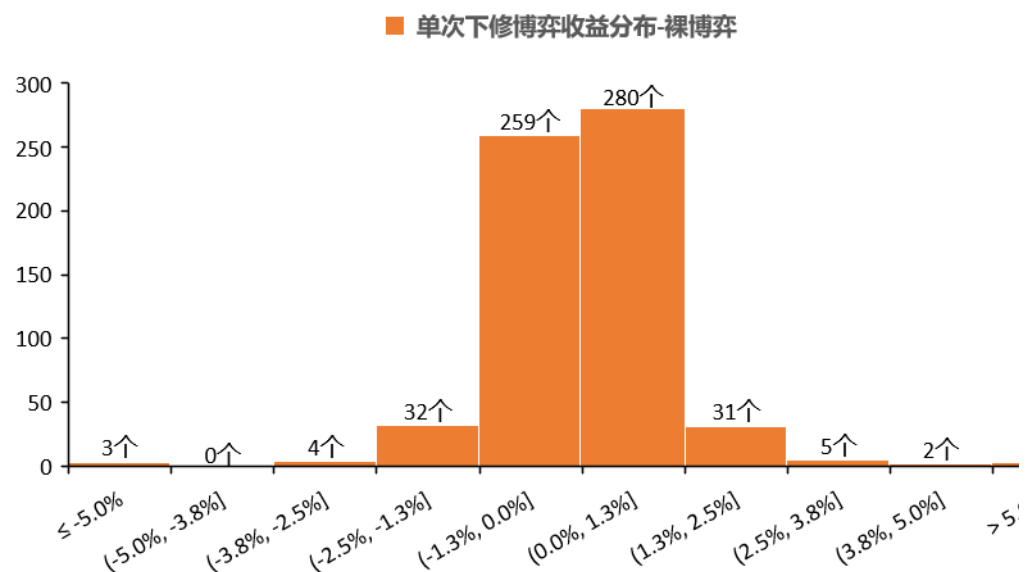
除了策略的净值表现，我们额外单独测算了策略每一次下修博弈的结果，并依此获得了单次博弈的胜率和赔率。整体来看，若每次下修博弈都参与，博弈的胜率约为 52%左右，赔率为 1.01。结合单次博弈的收益分布图可以看到，若不进行筛选平均地参与每次博弈，胜率尚可，赔率表现相对较弱。

图 17：“裸博弈”胜率赔率统计（2023.1-2024.2.8）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 18：“裸博弈”收益分布

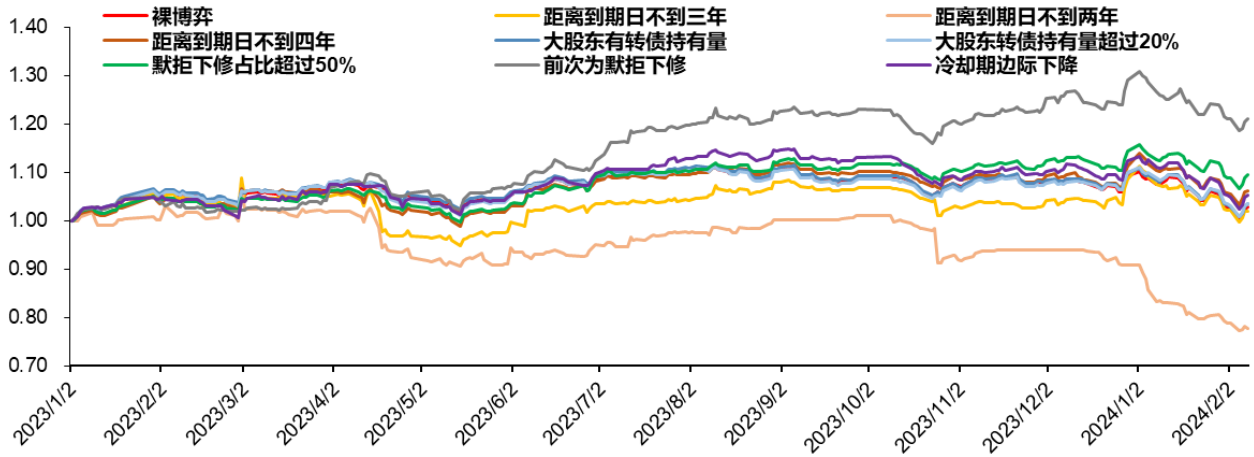


资料来源：WIND，天风证券研究所

注：“个”指案例个数，时间区间为 2023.1-2024.2.8

在裸博弈策略的基础上，我们使用前述提到的部分单因子对策略进行优化，得到的净值表现如下所示，同时作为对照，我们补充了中证转债指数同期净值表现、低价策略净值表现作为对照。

图 19：裸博弈及其优化策略净值表现（2023.1-2024.2.8）



资料来源：WIND，天风证券研究所

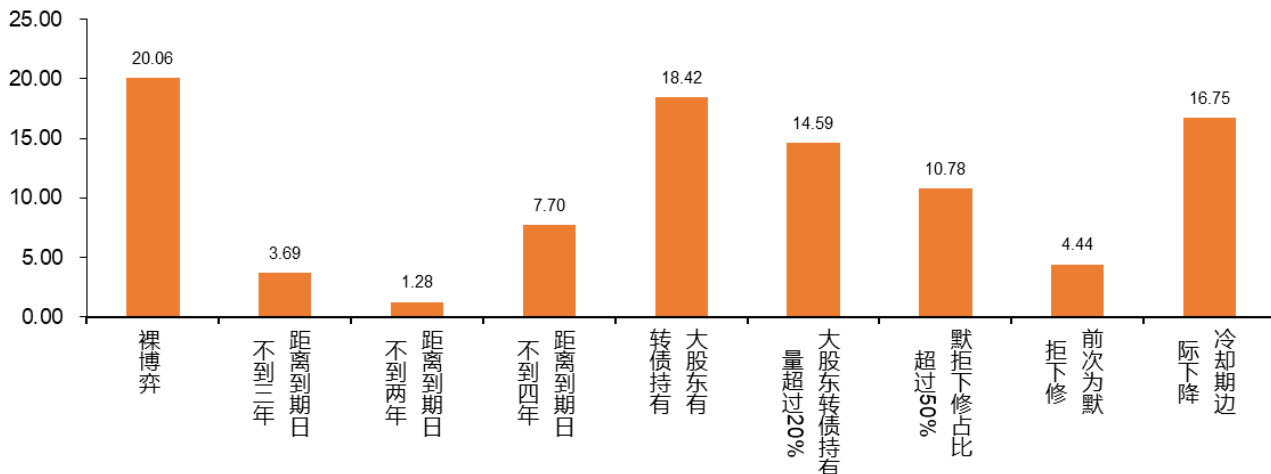
表 9：各个策略回测净值表现

策略名称	2023.1-2024.2.8			2023 年		
	区间收益率	区间最大回撤	区间卡玛比	区间收益率	区间最大回撤	区间卡玛比
裸博弈	2.82%	-9.67%	0.292	9.32%	-5.46%	1.707
距离到期日不到三年	1.99%	-12.87%	0.155	8.69%	-12.87%	0.675
距离到期日不到两年	-22.29%	-27.63%	-0.807	-9.29%	-15.09%	-0.616
距离到期日不到四年	6.17%	-9.31%	0.663	11.35%	-7.40%	1.533
大股东有转债持有量	3.41%	-9.56%	0.356	9.95%	-5.59%	1.779
大股东转债持有量超过 20%	3.51%	-9.13%	0.384	9.91%	-6.68%	1.483
默拒下修占比超过 50%	9.38%	-7.73%	1.214	14.32%	-6.51%	2.201
前次为默拒下修	21.09%	-9.37%	2.250	29.10%	-6.86%	4.242
冷却期边际下降	5.27%	-10.84%	0.486	12.39%	-6.57%	1.887
中证转债指数	-3.41%	-10.50%	-0.325	-0.47%	-7.57%	-0.063
低价策略	0.84%	-8.92%	0.094	7.03%	-4.23%	1.662

资料来源：WIND，天风证券研究所

图 20：各个策略容量测试（2023.1-2024.2.8）

■ 回测期平均策略容量 (亿元, 集中度10%)

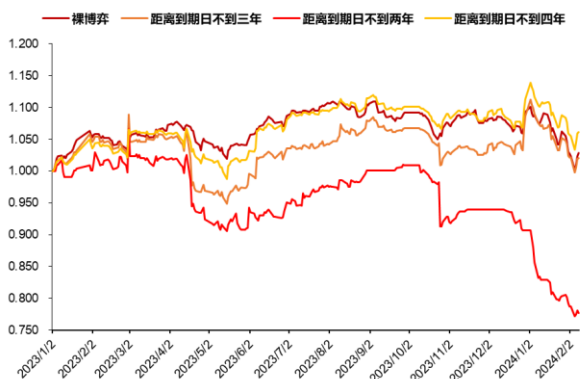


资料来源: WIND, 天风证券研究所

若仅买入距离到期日不超过一定时间的转债, 随着我们将限制从距离到期 4 年以内提高到距离到期 2 年以内, 策略整体表现有一定下降趋势。从给定区间回测表现来看, 净值表现最好的是限制在距到期 4 年以内做下修博弈, 策略收益率 6.17%, 卡玛比 0.66。

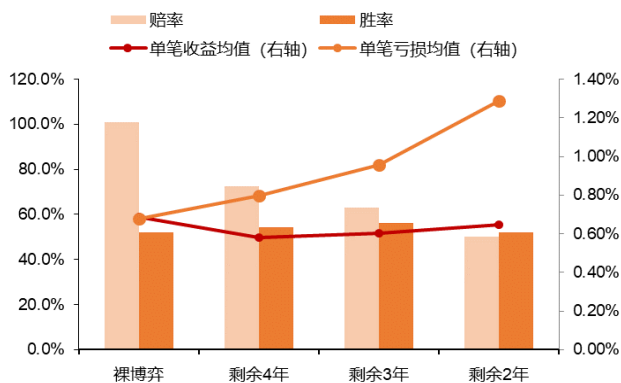
从单次博弈的表现可以解释这一结果: 随着限制提高, 单次博弈赔率迅速下降。我们认为这一结果或源于投资者对剩余期限这一因子的广泛认识, 导致对剩余期限较少标的的下修预期相对更强, 对相关标的价格有所高估, 在转债选择不下修时也会面临更大的回撤。换句话说, 剩余期限因子是一个相对有效的因子, 但由于因子被充分认识, 策略的收益类型更像是 beta 而非 alpha。同时这一因子也存在被过高定价的风险。

图 21: 不同剩余存续期限限制净值曲线比较



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 22: 不同剩余存续期限限制胜率赔率变化 (2023.1-2024.2.8)



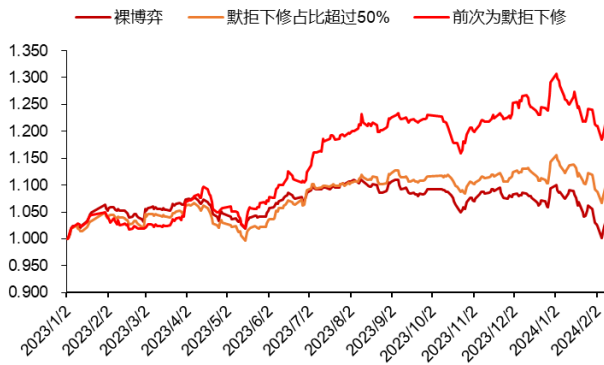
资料来源: WIND, 天风证券研究所

前次是否默拒下修、默拒下修占比超过 50%因子优化下的裸博弈策略表现优秀。从给定区间回测表现来看, 前次是否默拒下修优化策略收益率 21.09%, 卡玛比 2.25。2023 年策略收益 29.10%, 卡玛比 4.24。

从单次博弈的表现看, 相对裸博弈策略, 前次是否默拒下修策略的胜率、赔率均明显提升, 而默拒下修占比超过 50%因子的胜率提升明显, 赔率有所下降。

图 23: 不同剩余存续期限限制净值曲线比较

图 24: 不同剩余存续期限限制胜率赔率变化 (2023.1-2024.2.8)



资料来源：WIND，天风证券研究所

	胜率	赔率	单笔收益均值	单笔亏损均值
裸博弈	51.9%	1.01	0.69%	0.68%
前次默拒下修	54.9%	1.33	0.78%	0.59%
默拒下修占比超过50%	56.2%	0.89	0.64%	0.72%

资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 当前市场环境下，如何考虑下修博弈？

当前市场处于相对较低的位置，偏债转债市场占比达到历史峰值，给市场带来大量下修博弈机会。但与此同时，多数转债在此前无下修预期的情况下，在相对较短的时间内平价迅速跌破下修线，下修意愿或并不强烈。在这个环境下，剩余存续期因子，历史下修情况因子或有一定表现：一方面，本身有一定转股诉求的公司或抓住机会进行下修，如临期，或历史多次下修的公司，稀释率相对较低，大股东或有下修意愿。我们建议基于前述结果，结合高下修概率因子 & 复合打分因子进行博弈，也可结合前述提出的裸博弈 & 表现优秀的优化裸博弈策略进行组合配置。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com