

分析师

甄峰 075583516231

Email:zhenfeng@cgws.com

执业证书编号:S1070516100001

联系人(研究助理):

黄红卫 010-88366060-8787

Email:huangwh@cgws.com

从业证书编号:S1070116080084

相关报告

可交换债梳理及其股票市场投资机会挖掘

——可交换债专题报告

投资建议

当可交换债交换标的现行市价低于换股门槛价，且后期换股概率大时，股市投资者有望获得较高收益。我们通过“市价低于换股门槛价，且尚未换股”、“发行人为实际控制人、或实际控制人一致行动人”、“后续换股概率大的交换标的”等三类标准筛选出 24 支投资标的：喜临门（603008.SH）、浙江世宝（002703.SZ）、澳洋科技（002172.SZ）、东方海洋（002086.SZ）、万泽股份（000534.SZ）、洽洽食品（002557.SZ）、金禾实业（002597.SZ）、美克家居（600337.SH）、天海防务（300008.SZ）、恒立液压（601100.SH）、四川九洲（000801.SZ）、润和软件（300339.SZ）、水晶光电（002273.SZ）、宜华健康（000150.SZ）、以岭药业（002603.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、大族激光（002008.SZ）、恒逸石化（000703.SZ）、凤凰传媒（601928.SH）、皖新传媒（601801.SH）、北方稀土（600111.SH）、天士力（600535.SH）、永泰能源（600157.SH），建议投资者积极关注。

要点

- **发行人、投资者双方受益，可交换债成为市场热点：**与有多重限制的传统减持方式相比，发行可交换债减持的优势明显。发行人通过可交换债减持可以达到平滑减持、溢价减持的效果。可交换债同时含有债券和期权两种属性，对债券投资者而言，债券收益是可交换债的收益保障。当市价高于换股门槛[换股价*(1+累计利率)]时，债券投资者可以获得债券利息收益以外的超额收益，发行人以较高价位减持，双方共同受益。
- **透过可交换债探寻股市投资机会：**通过回顾已到期或已部分换股可交换债交换标的的股价，我们发现可交换债投资者可获得可观的收益。股市投资者可成为可交换债受益第三方，若低位布局，收益超过可交换债债券投资者。我们筛选出满足以下两个条件的标的：①股价低于换股门槛，且尚未换股的交换标的；②能够成功换股。若投资标的后期成功换股，则股市投资者至少可以获得[(换股门槛价-现股价)/现股价]收益率，还能够和债券投资者一同获得行权清仓超出债券收益的额外收益。同时，股市投资者收益跑赢沪深 300。其中我们认为影响能否成功换股的有以下几个因素：①发行换股价对于发行当日股价的溢价率、②债券利率、③是否有下修条款的设计、④债券期限、⑤可交换债发行人是否为实际控制人、或实际控制人一致行动人。
- **建议重点布局可交换债相关标的：**通过筛选出①市价低于换股门槛价，

且尚未换股、②发行人为实际控制人、或实际控制人一致行动人、③后续换股概率大的交换标的，通过综合评判，我们建议投资者重点关注以下 24 支投资标的（按市值由小到大排列）：喜临门（603008.SH）、浙江世宝（002703.SZ）、澳洋科技（002172.SZ）、东方海洋（002086.SZ）、万泽股份（000534.SZ）、洽洽食品（002557.SZ）、金禾实业（002597.SZ）、美克家居（600337.SH）、天海防务（300008.SZ）、恒立液压（601100.SH）、四川九洲（000801.SZ）、润和软件（300339.SZ）、水晶光电（002273.SZ）、宜华健康（000150.SZ）、以岭药业（002603.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、大族激光（002008.SZ）、恒逸石化（000703.SZ）、凤凰传媒（601928.SH）、皖新传媒（601801.SH）、北方稀土（600111.SH）、天士力（600535.SH）、永泰能源（600157.SH）。

- **风险提示：**换股价下修的风险；换股失败的风险。

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 可交换债简介..... | 5 |
| 1.1 可交换债概念及历史..... | 5 |
| 1.2 可交换债的条款设计..... | 6 |
| 1.3 可交换债券与可转换债券的区别..... | 8 |
| 1.4 公募可交换债与私募可交换债的区别..... | 9 |
| 2. 发行人、投资者共同获益，可交换债成为市场热点..... | 10 |
| 2.1 发行人通过可交换债减持股份、低成本融资优势明显..... | 10 |
| 2.2 可交换债的投资者可获得较高收益..... | 12 |
| 3. 透过可交换债看股市投资机会..... | 13 |
| 3.1 可交换债交换标的股票回顾..... | 13 |
| 3.2 探寻股市投资机会..... | 17 |
| 3.3 投资标的筛选..... | 18 |
| 3.4 投资建议..... | 20 |
| 3.5 风险提示..... | 20 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 可交换债券满足发行人、投资者双方需求 | 5 |
| 图 2: 可交换债规模和数量增长迅速 | 5 |
| 图 3: 可交换债监管日益完善 | 6 |
| 图 4: 换股溢价率的分布随着时间增长愈发分散 | 7 |
| 图 5: 可交换债的利率分布都较为均匀 | 7 |
| 图 6: 设计补偿利率条款的可交换债数量日益增多 | 7 |
| 图 7: 私募发行方式成为可交换债的主力军 | 10 |
| 图 8: 可交换债票面利率占比 | 12 |
| 图 9: 发行可交换债减持的优势 | 12 |
| 图 10: 可交换债券内含债券和期权的性质 | 12 |
| 图 11: 可交换债券发行人与债券投资者共赢 | 12 |
| 图 12: 晓程科技(13 福星债) | 14 |
| 图 13: 猛狮科技 (14 沪美债) | 14 |
| 图 14: 光韵达 (15 光韵达) | 14 |
| 图 15: 海宁皮城 (14 海宁债) | 14 |
| 图 16: 长荣股份 (15 名轩 03) | 14 |
| 图 17: 神州高铁 (15 宝利来) | 14 |
| 图 18: 新钢股份 (15 新钢 EB) | 15 |
| 图 19: 大连重工 (15 大重债) | 15 |
| 图 20: 正邦 2015 可交换债 (正邦科技) | 15 |
| 图 21: 歌尔股份 (14 歌尔债) | 15 |
| 图 22: 浙江美大 (15 美大债) | 15 |
| 图 23: 东旭光电 (15 东集 EB) | 15 |
| 图 24: 债券投资者的换股门槛 | 17 |
| 图 25: 股市投资者与债券发行人、投资者共同受益 | 17 |
| | |
| 表 1: 可交换债的相关条款设计 | 8 |
| 表 2: 可交换债券与可转换债券的区别 | 8 |
| 表 3: 公募可交换债与私募可交换债的主要区别 | 9 |
| 表 4: 传统减持方式的限制 | 10 |
| 表 5: 已到期和已部分换股的可交换债券 (截至 2017/1/6) | 13 |
| 表 6: 13 福星债投资者的换股细节 | 16 |
| 表 7: 投资标的推荐 (截至 2016/12/30) | 19 |

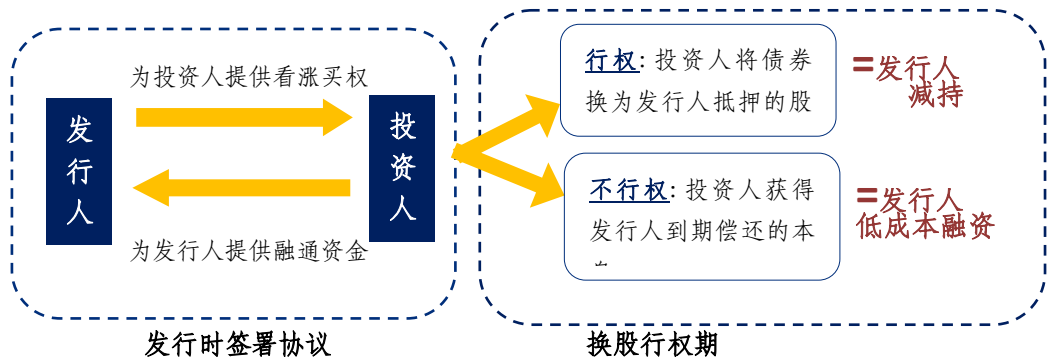
1. 可交换债简介

1.1 可交换债概念及历史

可交换债券概念：可交换债（Exchangeable Bond 或 EB）是上市公司股份的持有者通过抵押其持有的股票给托管机构进而发行的公司债券，该债券的持有人在约定的换股内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发行人抵押的上市公司股权。

若债券持有人在换股期内行权，可换得发行人质押的股权，这达到了可交换债发行人变相减持的效果；若债券持有人在换股期内放弃行权，则获得发行人到期偿还的本息，这相当于发行人低成本融资。

图 1：可交换债券满足发行人、投资者双方需求

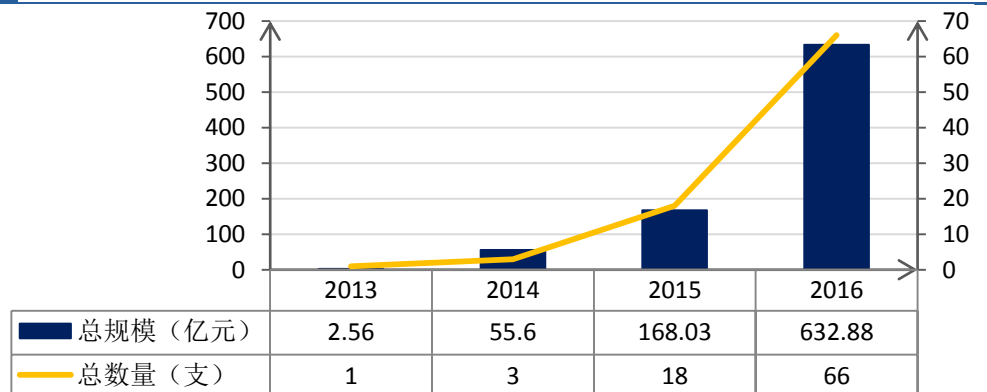


资料来源：长城证券研究所

可交换债券发展历史：2008 年我国首次正式提出可交换债，证监会制定公布了《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》，对可交换债的发行主体、作为换股标的的公司股票、可交换债的期限规模、具体条款都做了详细的规定。2013 年 10 月，中国首支可交换债“13 福星债”成功发行，从此拉开了可交换公司债的序幕

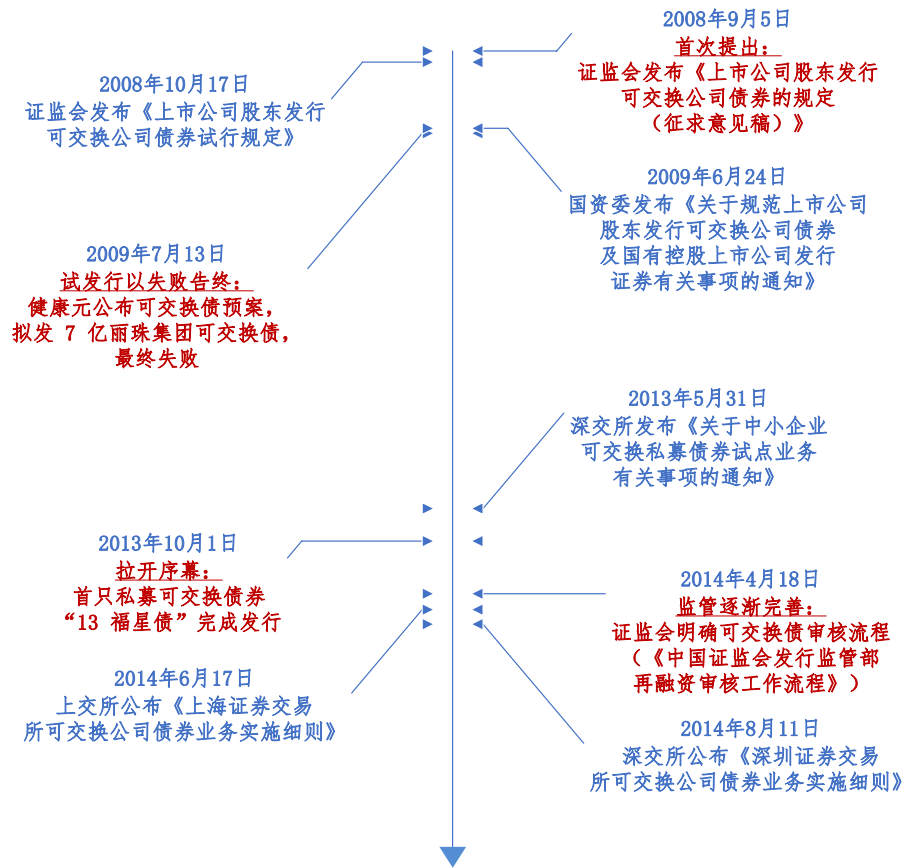
2014 年起，随着证监会对可交换债相关规定的不断明确和完善，可交换债的数量和规模都增长迅速。从 2013 年底的 0 突破，到 2016 年(截至 2016 年 12 月 14 日)已发行数量达到 66 支，规模逼近 700 亿元。可交换债在短短 3 年之内，成为最受市场关注的几款投资产品之一。

图 2：可交换债规模和数量增长迅速



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 3: 可交换债监管日益完善



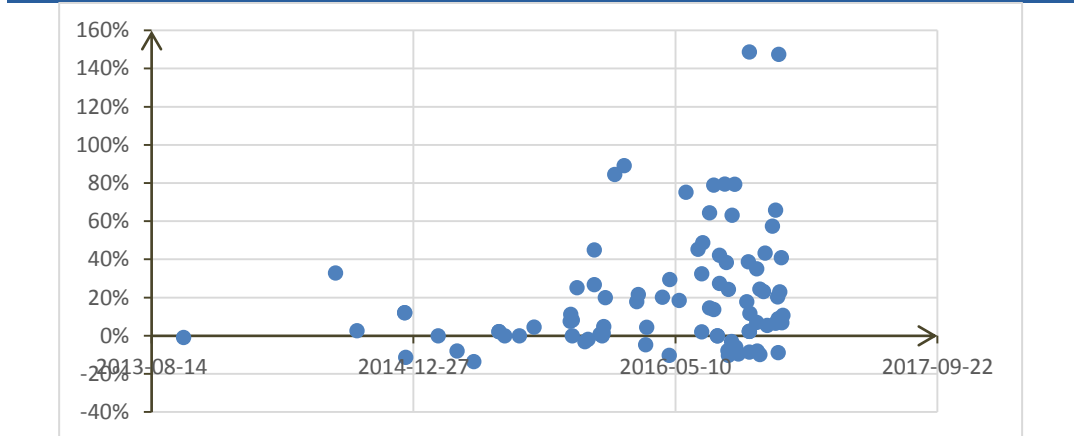
资料来源: 长城证券研究所整理

1.2 可交换债的条款设计

可交换债的条款主要包括: 换股价(换股溢价率)、票面利率、下修条款、提前赎回条款、条件回售条款等, 其中换股价最为关键:

- ✓ **换股价:** 可交换债内嵌换股期权, 换股价与行权价相似。其中换股溢价率=(换股价-发行日交换标的股价)/发行日交换标的股价。换股溢价率的分布随着时间增长愈发分散, 但大部分可交换债的换股溢价率>0。但一般而言, 溢价率越低则达成减持目标较为容易, 若较高则难度较大。

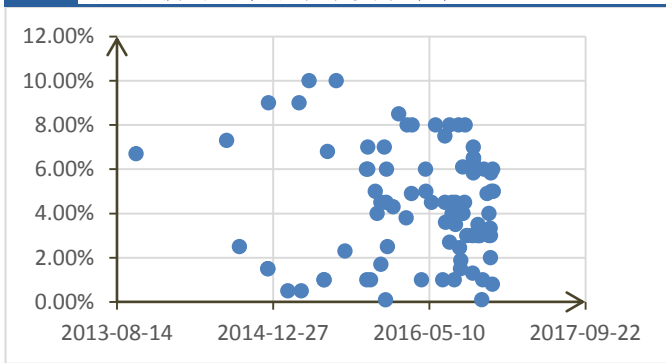
图 4: 换股溢价率的分布随着时间增长愈发分散



资料来源: Wind, 长城证券研究所

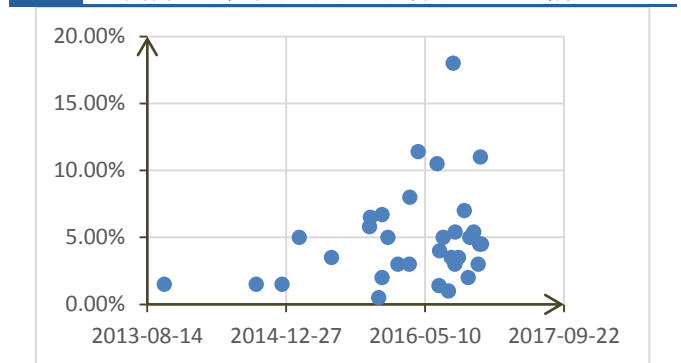
- ✓ **票面利率:** 可交换债同时含有基本的债性, 因此也需要设定其票面利率。从我国首支可交换债发行以来, 可交换债的利率分布都较为均匀, 但利率为 9% 以上以及 1% 以下的可交换债数量还是相对较少。同时, 近年来随着可交换债券井喷式增长, 设计补偿利率条款的可交换债数量也越来越多, 补偿程度也越来越多样化。一般而言, 低票息相对容易促成换股。

图 5: 可交换债的利率分布都较为均匀



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 6: 设计补偿利率条款的可交换债数量日益增多



资料来源: Wind, 长城证券研究所

- ✓ **下修条款:** 可交换债下修条款的设计彰显了发行人较强的减持意愿, 同时起到了保护可交换债投资者的作用。当换股期与熊市相遇, 市价往往难以达到债券投资者换股的要求, 造成换股困难。这对于可交换债投资者, 特别是利率较低的可交换债持有者造成了一定的盈利影响。触发下修条款而下修换股价, 能够给予可交换债投资者换股盈利的空间, 从而发行人成功减持的效果。需要注意的是, 当下修换股价时, 发行人需要增加作为抵押的换股股数, 这有可能造成下修条款的触发条件设计相对严苛。并且, 即使触发了下修条款, 最终是否向下修正一般由发行人董事会决定。
- ✓ **提前赎回条款:** 当股价增长过高时, 并触发赎回条款时, 发行人可以赎回债券。这是对发行人收益的一种保护, 同时也是对债券投资者收益的限制。
- ✓ **条件回售条款:** 当股价相对换股价过低时, 投资者行权换股的盈利无望, 达到条件投资者可以回售并且提前得到投资资金, 是对可交换债投资者的一种保护。

表 1: 可交换债的相关条款设计

| 条款名称 | 案例 |
|--------|--|
| 利率补偿条款 | 15 九州债设计 “在本次可交换债券的到期兑付日，发行人将以本次发行的可交换债券票面面值的 101.5% (不含最后一期利息) 向投资者赎回全部未换股的可交换债券。” |
| 下修条款 | 15 光韵达设计 “在本期可交换私募债券换股期内，当标的股票在任意连续 10 个交易日中至少 5 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 90% 时， 发行人董事会 有权在 5 个交易日内决定换股价格是否向下修正。修正后的换股价格应不低于该次董事会决议签署日前 20 个交易日标的股票收盘价均价的 90%，且不低于前 1 个交易日标的股票交易收盘价的 90%。” |
| 提前赎回条款 | 16 星星 01 设计 “(1) 进入换股期后：当下述两种情形的任意一种出现时，发行人董事会有权在 5 个交易日内决定是否按照债券票面价格 107% (包括赎回当年的应计利息) 的价格赎回全部或部分未换股的可交换公司债券：①在换股期内，如果标的股票在任意连续 10 个交易日中至少 5 个交易日的收盘价格不低于当期换股价格的 130%；②当本期可交换公司债券未换股余额不足 3,000 万元时。” |
| 条件回售条款 | 15 美克设计 “在发行人本期发行的可交换债券到期前 180 天内，如果标的股票在任何连续 15 个交易日的收盘价格低于当期换股价的 80% 时，债券持有人有权将其持有的可交换债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。” |

资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.3 可交换债券与可转换债券的区别

可交换债与可转债都具有债性和内嵌期权性质，但在许多方面有明显的区别，主要有三点：

- ✓ **从发行主体来看:** 可转债是上市公司自身的融资行为，后期债转股股份来自上市公司新发行股份；而可交换债是上市公司股东的融资行为，与股权质押融资类似，后期债转股股份来自于原股东的股份转让。
- ✓ **从发行目的和发行人转股意愿来看:** 可转债的发行是为了实现增发获取投资款，因此发行人的转股意愿较高；若可交换债的发行人的发行目的为减持，则换股意愿强，若为融资，则换股意愿弱。
- ✓ **从换股价来看:** 因可转债最终转股可以达到增发的效果，固其换股价定价也与增发相似，投资人通常折价转股；而可交换债的最终换股通常达到的是发行人套利减持，投资人通常溢价换股。

表 2: 可交换债券与可转换债券的区别

| | 可转换债券 | 可交换债券 |
|---------|--------------------------------------|--|
| 英文名称 | Convertible Bond, CB | Exchangeable Bond, EB |
| 债券发行人 | 上市公司本身 | 上市公司的股东 |
| 运作方式 | 债券投资人在一定期间内一句约定的条件可以转换成股份的公司债券 | 债券投资人换股期内根据约定的条件可以交换成股东所质押的上市公司股份的债券品种 |
| 发行目的 | 比较倾向于债券持有人转股，以实现增发，同时发行人获取投资款，无需还本付息 | 减持、低成本融资等 |
| 发行人转股意愿 | 转股意愿强 | 减持目的：转股意愿强 融资目的：转股意愿弱 |

| 可转换债券 | | 可交换债券 |
|-------|----------------|--|
| 换股价 | 通常折价转股 | 通常溢价转股 |
| 股票来源 | 新增股票，与增发相似 | 股东持有的存量股票 |
| 对股本影响 | 原股本被摊薄 | 无影响 |
| 担保抵押 | 第三方提供担保 | 用于交换的股票做质押品 |
| 转股期限 | 自发行结束之日起 6 个月后 | 私募：自发行结束之日起 6 个月后； 公募：自发行结束之日起 12 个月后 |

资料来源：相关法律法规，长城证券研究所

1.4 公募可交换债与私募可交换债的区别

可交换债按照发行主体可分为：公募可交换债、私募可交换债。不同发行方式下，可交换债发行要求的不同，鉴于私募可交换债宽松、灵活的发行要求，大多数发行人倾向于以私募的形式发行可交换债。

公募可交换债对发行人、标的股份、标的股份的上市公司等要求较高：根据《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》规定，私募可交换债发行人仅需是 A 股上市公司股东即可，而公募可交换债的发行人还需限定在有限责任公司或股份有限公司之内，即自然人股东只能选择私募方式发行可交换债。此外，公募可交换债对发行人的门槛要求较高，私募可交换债对发行人无要求。同时，公募可交换债也对标的股票上市公司的资质有着较高的要求。可交换债在发行申请时要求预备用于交换的股票为非限售股，而私募债仅要求在交换起始日前为非限售股即可。与公募可交换债相比，私募可交换债规定的换股期较早（为发行结束之日起 6 个月后），而公募可交换债换股期为发行结束之日起 12 个月后。在募集资金方面，公募融资金额不超所持股票市值的 70%，而私募没有要求。最终，公募可交换债必须经过资信评级机构评级，私募可交换债则没有此要求。

表 3: 公募可交换债与私募可交换债的主要区别

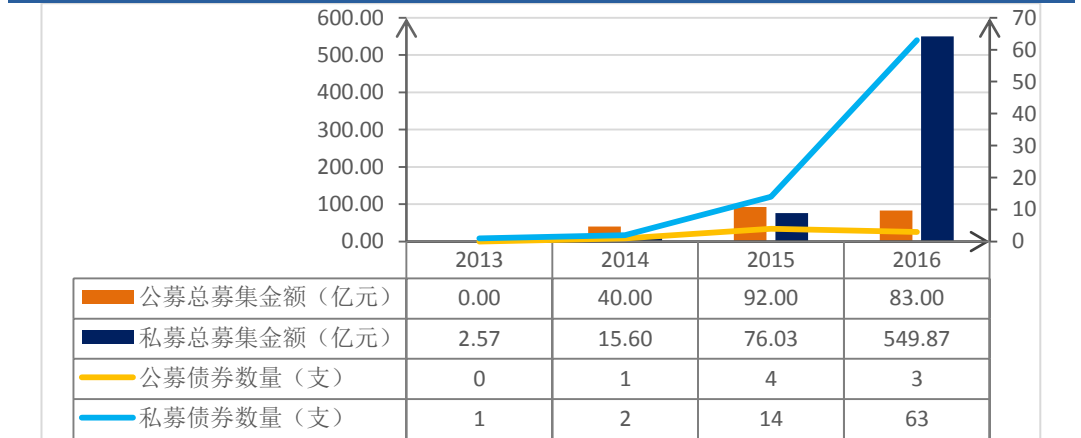
| | 公募 | 私募 |
|---------|---|----------------|
| 发行人 | A 股上市公司股东，是有限责任公司或者股份有限公司 | A 股上市公司股东 |
| 发行人主要门槛 | 净资产 ≥ 3 亿元； 发行后债券余额 ≤ 净资产 40%； 最近 3 年年均可分配利润 ≥ 公司债券一年的利息； | 无 |
| 对上市公司要求 | 上市公司净资产 ≥ 15 亿元，或近 3 年加权平均净资产收益率平均 ≥ 6% | 无 |
| 质押股票要求 | 发债申请时即为非限售股 | 交换起始日前为非限售股 |
| 换股期 | 发行结束之日起 6 个月后 | 发行结束之日起 12 个月后 |
| 债券期限 | 1~6 年 | 1 年以上 |
| 折数 | 公募融资金额不超所持股票市值的 70% | 私募对规模则无上述限制 |
| 担保/评级要求 | 可交换债须经过资信评级机构评级 | 无评级要求 |

资料来源：相关法律法规，长城证券研究所

较为宽松、灵活的发行要求使私募发行方式成为可交换债的主力军：2013 年中国首支可交换债“13 福星债”即为私募可交换债，此后私募发行方式的可交换债在发行数量上一路领先。2014 年至 2015 年，尽管公募方式数量不及私募，但在总规模上超过私募。2016

年，私募可交换债爆发，其发行数量高达 63 支，而公募仅为 3 支；私募发行总规模逼近 550 亿，公募仅为 83 亿。公募可交换债相比于 2015 年，其规模和数量在 2016 年同比都出现下滑，相反，私募可交换债在规模和数量上都远超公募可交换债，成为可交换债的主力军。

图 7: 私募发行方式成为可交换债的主力军



资料来源: Wind, 长城证券研究所

2. 发行人、投资者共同获益，可交换债成为市场热点

2.1 发行人通过可交换债减持股份、低成本融资优势明显

发行人发行可交换债主要出于减持股份或低成本融资等两种目的。相对于多重限制的传统减持方式而言，发行可交换债进行的减持优势明显，此外，发行可交换债还可进行低成本融资。鉴于发行人通过可交换债减持股份、低成本融资的优势较为明显，发行人倾向于接受可交换债。

相对于传统减持方式的多重限制，通过发行可交换债进行股份减持的优势明显： 股东进行减持主要有以下几种方式：集中竞价、大宗交易、协议转让、及可交换债。其中，传统股份减持方式（如集中竞价、大宗交易、协议转让）存在减持时间、减持价格、减持数量等诸多制约，发行人更倾向于采用可交换债进行股份减持。

表 4: 传统减持方式的限制

| 减持方式 | 集中竞价 | 大宗交易 | 协议转让 |
|--------|---|---|------------------------------------|
| 内涵 | 股东通过证券交易所竞价交易系统进行的股票转让。 | 股东通过证券交易所大宗交易系统交易进行的单笔买卖申报数量 ≥ 30 万股或者交易金额 ≥ 人民币 200 万元的股票转让。 | 交易双方协商一致后，不通过交易所，直接通过登记结算机构办理交割过户。 |
| 减持时间限制 | 1、上市公司大股东在下述期间不得减持股份： （1）最后一笔买入上市公司股份时点起算 6 个月内； （2）上市公司或者大股东因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满 6 个月的； | | |

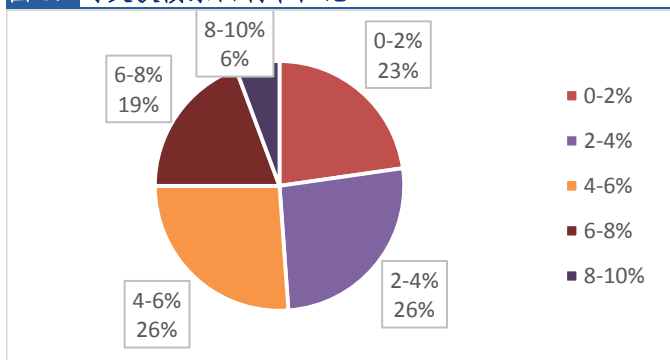
| 减持方式 | 集中竞价 | 大宗交易 | 协议转让 |
|--------------|---|---------------------------------------|--|
| | (3) 因违反证券交易所自律规则, 被证券交易所公开谴责未满 3 个月的; (4) 承诺在特定期限内不买卖上市公司股份且在该期限内。 2、对大股东同时为控股股东的有额外规定, 在以下期间不得减持: (1) 上市公司年度报告公告前 30 日内, 因特殊原因推迟年度报告公告日期的, 自原预约公告日前 30 日起算, 直至公告前 1 日; (2) 上市公司业绩预告、业绩快报公告前 10 日内; | | |
| 熔断后更为严格的减持规定 | 2015 年 7 月 8 日起 6 个月内, 上市公司控股股东和持股 5% 以上股东及董事、监事、高级管理人员不得通过二级市场减持公司股份。 | | |
| 减持价格 | 减持发生时上市公司股票在二级市场的交易价格。 | 约为减持当日股票收盘价的 9 折。 | 转让价格不低于上市公司股份转让信息公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值 90%。 |
| 减持数量限制 | 需提前 15 个交易日披露减持计划。2016 年 1 月 9 日起, 连续 3 个月内通过集中竞价交易减持的总股份数, 不得超过该上市公司股份总数的 1%。 | 单笔买卖申报数量不低于 30 万股或者交易金额不低于人民币 200 万元。 | 单个受让方的转让比例不低于 5%。 |

资料来源: 相关法律法规, 长城证券研究所

一方面, 发行可交换债券可以达到**平滑减持**的效果。在**减持时间**的限制方面, 可交换债可以达到提前获取现金而不丢失控制权的效果。公募方式发行的可交换债券要求较为苛刻, 而私募发行可交换债仅要求在交换起始日前为非限售股即可。这样一来, 发行人可以通过发行可交换债券, 在股票限售期内提前兑现。因此, 私募可交换债与定增配合, 减持效果更佳。根据《上市公司证券发行管理办法》: 发行的股份自发行结束之日起, 12 个月内不得转让; 控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份, 三十六个月内不得转让。参与定增的股东可以提前发行可交换债获取现金。同时, 传统减持方式的大规模减持周期往往较长。若通过集中竞价进行大规模减持, 因减持数量的限制, 在二级市场上进行减持的时间往往较长, 并且减持价格受市场影响较大; 若通过大宗交易或协议转让进行减持, 交易对手往往较难寻觅, 交易价格也较难谈妥, 则减持周期也会增长在**减持数量**的限制方面, 发行可交换债除了对国有股股东的减持数量有较严格规定: 不得超过其所持该上市公司国有股总额的 50%, 非国有股为标的的可交换债发行减持相较于传统的减持方式则较为灵活。在**对二级市场的影响**方面, 减持的信息披露容易影响投资者的情绪, 从而影响股价。同时, 发行可交换债提前获取现金的同时, 发行人仍掌握质押股权的控制权, 对公司运营影响较小。另一方面, 持股人通过发行可交换债进行减持通常可以达到**溢价减持**的效果。传统的减持方式受市价影响较大, 特别是大宗交易减持价持当日约为减持当日收盘价的 9 折, 减持股东往往难以以一个较优的价格进行减持。

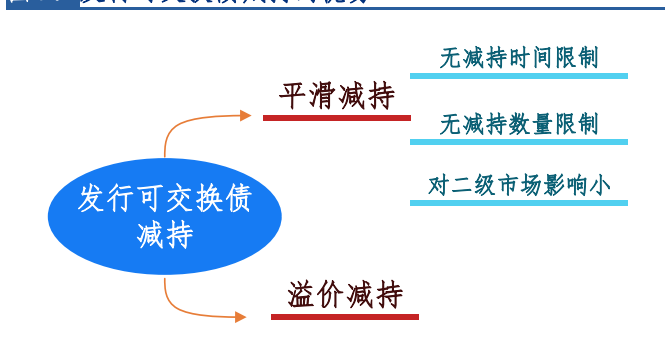
发行可交换债可进行低成本融资。由于可交换债还内涵期权, 因此其票面利率较低。近 50% 的可交换债的票面利率低于 4%, 其中 23% 的可交换债的票面利率在 2% 以下。当债券投资者放弃行权, 债券到期时, 债券发行人相当于以较低的成本融资。但值得注意的是, 在已到期的 6 支可交换债中, 只有 2 支的投资者因交换标的股价过低放弃行权, 以债券的形式持有到期获得本息。由此可见, 当前, 最终能达到发行人减持的效果的可交换债占比较大。

图 8: 可交换债票面利率占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 9: 发行可交换债减持的优势



资料来源: 长城证券研究所

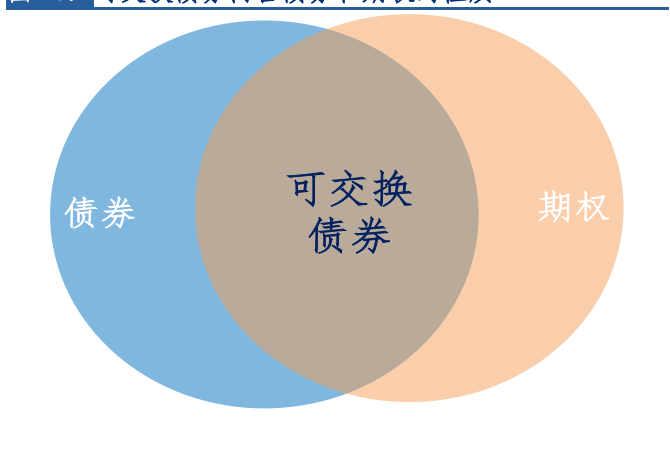
2.2 可交换债的投资者可获得较高收益

可交换债券同时含有债券和期权两种属性，股价上涨时收益颇丰：对于可交换债券投资者而言，他们可以在行权收益小于债券收益时可以享有债券收益作为保底收益，在转股时市价上涨，行权收益大于债券收益时，可以享受到股价上涨超过换股价时的行权收益。理论上，相对于债券投资而言，可交换债投资可以享有股价上涨带来的无限收益；相对于期权投资而言，可交换债仅是盈利有限，而不会产生亏损。

下修条款是可交换债投资者的强心剂。当换股期与熊市相遇，市价往往难以达到债券投资者换股的要求，造成换股困难。这对于可交换债投资者，特别是利率较低的可交换债持有者而言，盈利空间大大缩减。触发下修条款而下修换股价，能够重新给予可交换债投资者换股更高的盈利的空间。

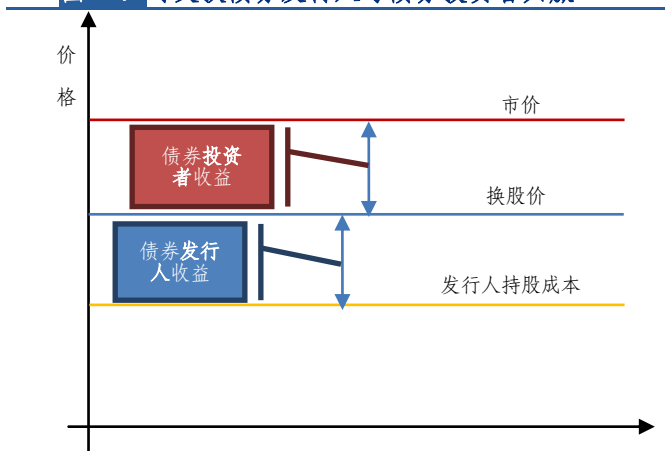
当市价>[换股价*(1+累进利率)]，投资者选择换股，发行人和投资者共同受益。此时，债券投资者可以获得比持有债券到期获得的利息收益更高的换股收益，而发行人由于其持股成本较低，因此其也能获得（换股价-发行人持股成本价）的收益。

图 10: 可交换债券内含债券和期权的性质



资料来源: 长城证券研究所

图 11: 可交换债券发行人与债券投资者共赢



资料来源: 长城证券研究所

3. 透过可交换债看股市投资机会

3.1 可交换债交换标的股票回顾

首先，我们通过分析已到期和已部分换股的可交换债券的交换标的股票历史行情来找寻股市中的投资机会。已经到期并且能在 Wind 上查找到完整信息的可交换债券共有 8 支：13 福星债、14 沪美债、15 光韵达、14 海宁债、15 名轩 03、15 宝利来、15 大重债、以及 15 美大债。其中 15 大重债和 15 美大债尚未到债券的终止日期，但 15 大重债已全部换股，而 15 美大债以提前赎回结束。还有 4 支尚未到期但已部分换股的可交换债：15 新钢 EB（已换股 48.45%）、正邦 2015 可交换债（已换股 96.71%）、14 歌尔债（已换股 50.26%）、15 东集 EB（已换股 70.26%）。

表 5：已到期和已部分换股的可交换债券（截至 2017/1/6）

| 证券简称 | 交换标的股票代码 | 交换标的股票简称 | 发行日期 | 终止日期 | 换股起始日期 | 换股终止日期 | 是否换股 | 债券投资者换股最高收益 |
|--------------|-----------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 13 福星债 | 300139.SZ | 晓程科技 | 2013-10-14 | 2014-10-14 | 2014-04-14 | 2014-09-29 | 是 | 104.34% |
| 14 沪美债 | 002684.SZ | 猛狮科技 | 2014-12-12 | 2015-12-12 | 2015-06-12 | 2015-12-12 | 否（赎回） | - |
| 15 光韵达 | 300227.SZ | 光韵达 | 2015-03-20 | 2016-03-20 | 2015-09-23 | 2016-03-16 | 是 | 86.07% |
| 14 海宁债 | 002344.SZ | 海宁皮城 | 2014-07-31 | 2016-07-31 | 2015-08-03 | 2016-07-27 | 否 | - |
| 15 名轩 03 | 300195.SZ | 长荣股份 | 2015-10-26 | 2016-10-26 | 2016-04-26 | 2016-10-26 | 否 | - |
| 15 宝利来 | 000008.SZ | 神州高铁 | 2015-04-21 | 2016-11-20 | 2016-07-19 | 2016-11-17 | 是 | 51.35% |
| 15 新钢 EB | 600782.SH | 新钢股份 | 2015-12-24 | 2018-12-24 | 2016-06-27 | 2018-12-24 | 是（48.45%） | 32.07% |
| 15 大重债 | 002204.SZ | 大连重工 | 2015-11-25 | 2017-05-27 | 2016-05-27 | 2017-05-25 | 是（100.00%） | 2.76% |
| 正邦 2015 可交换债 | 002157.SZ | 正邦科技 | 2015-11-19 | 2017-11-25 | 2016-05-25 | 2017-11-25 | 是（96.71%） | 57.19% |
| 14 歌尔债 | 002241.SZ | 歌尔股份 | 2014-09-10 | 2017-09-10 | 2015-03-19 | 2017-09-01 | 是（50.26%） | 12.96% |
| 15 美大债 | 002677.SZ | 浙江美大 | 2015-01-26 | 2017-01-26 | 2015-07-29 | 2017-01-23 | 否（赎回） | - |
| 15 东集 EB | 000413.SZ | 东旭光电 | 2015-06-19 | 2017-06-23 | 2016-07-28 | 2017-06-20 | 是（70.26%） | 66.86% |

资料来源：Wind，长城证券研究所

注：债券投资者最高收益以换股后换股期内最高价测算

债券投资者选择换股后获得的收益较高。我们使用换股期内交换标的股价最高价来衡量债券投资者可以获得最高收益。最低为的 15 大重债 2.76%，最高为 13 福星债的 104.34%，平均最高收益高达 51.70%。考虑到冲击成本，实际收益率低于 51.70%。

图 12: 晓程科技(13 福星债)



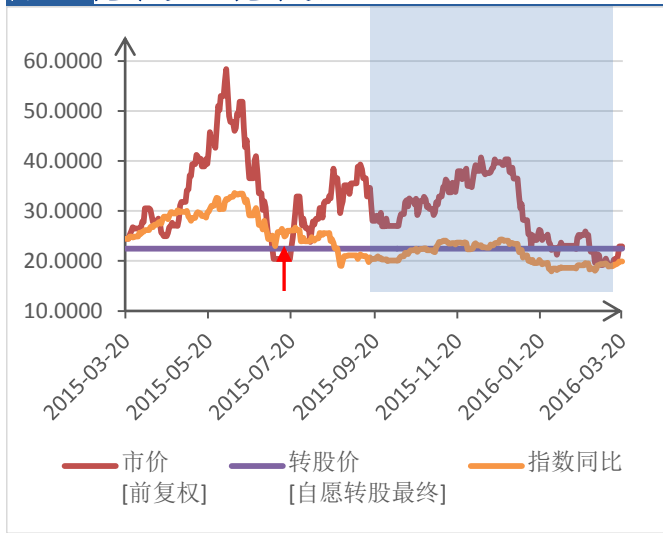
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 13: 猛狮科技(14 沪美债)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 14: 光韵达(15 光韵达)



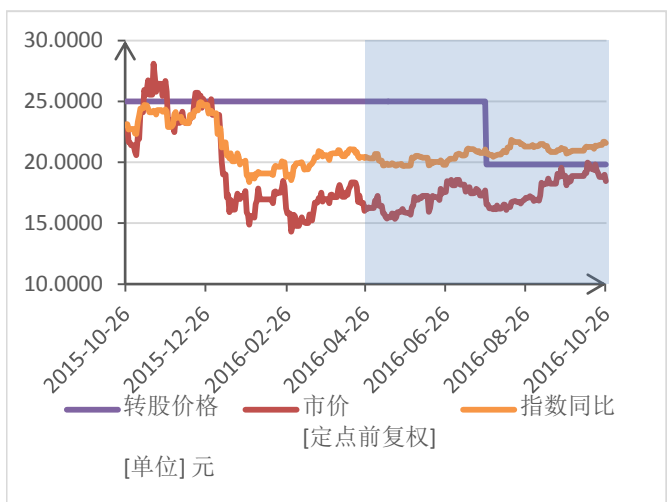
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 15: 海宁皮城(14 海宁债)



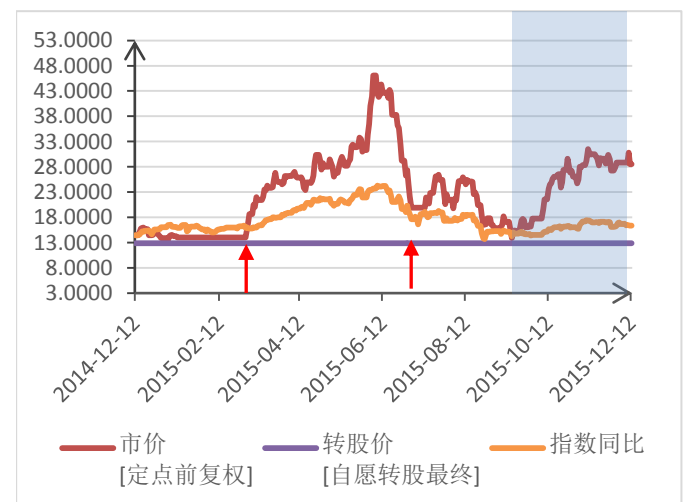
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 长荣股份(15 名轩 03)



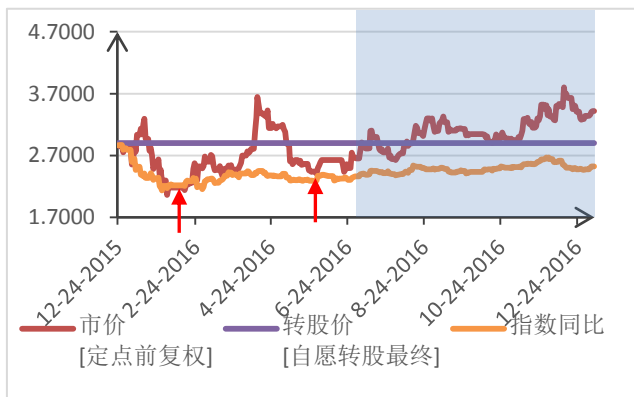
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 17: 神州高铁(15 宝利来)



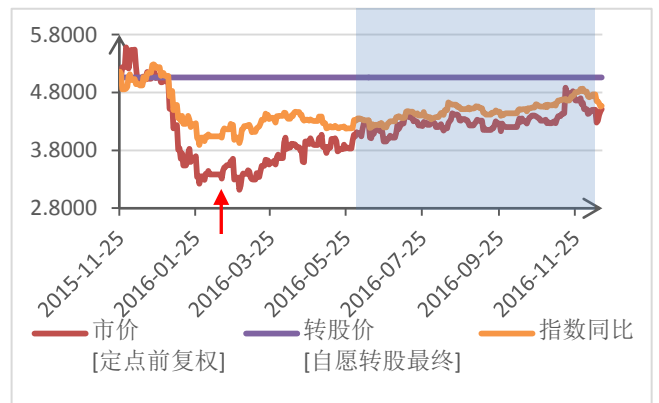
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 18: 新钢股份 (15 新钢 EB)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 19: 大连重工 (15 大重债)



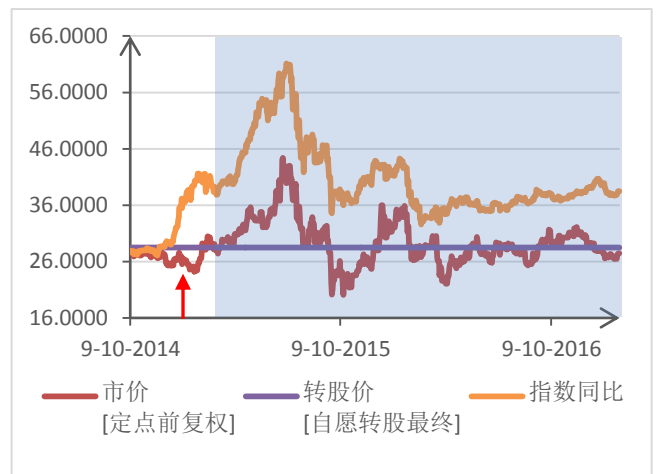
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 20: 正邦 2015 可交换债 (正邦科技)



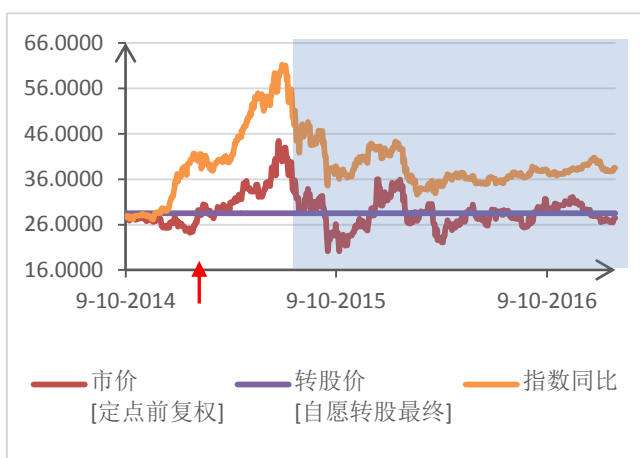
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 21: 歌尔股份 (14 歌尔债)



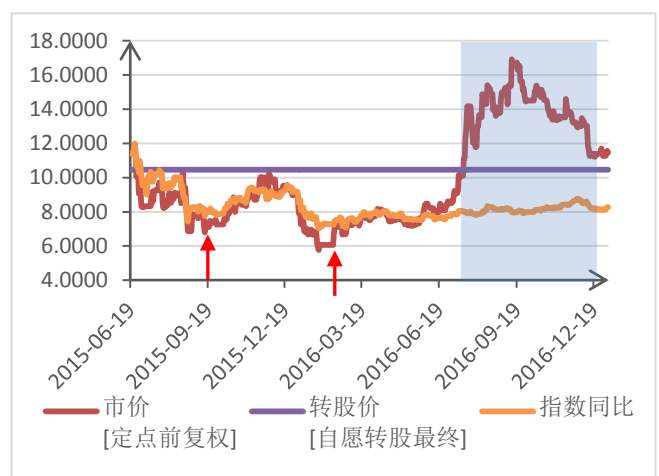
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 22: 浙江美大 (15 美大债)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 23: 东旭光电 (15 东集 EB)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

注: 指数同比为沪深 300。图中蓝色阴影部分为换股期, 红色箭头为投资机会。

[换股价*(1+累计债券利率)]为债券投资者行权换股的门槛。当交换标的市价>[换股价*(1+累计债券利率)]时，债券投资者的行权收益将大于债券收益，此时债券投资者选择换股的价值高。当交换标的市价<[换股价*(1+累计债券利率)]时，债券投资者的行权收益才将小于债券收益，此时债券投资者选择换股的价值低，选择持有债券到期收益更高。

其中累计债券利率的计算方式为：

固定利率的累计票面利率=（固定利率*债券期限 N）+补偿利率

累进利率的累计票面利率=（第一年利率+第二年利率+...+第 N 年利率）+补偿利率

换股成功的标的股票在换股期内，一般股价或早或晚都将至少高于[换股价*(1+累计债券利率)]。例如：13 福星债的利率为 6.70%，则债券投资者在股价高于换股价 25.55 至少 1*6.7% 时，即股价 25.97 元时，才会选择换股。福星债从 2014 年 4 月 24 日起进入换股期，但在 2014 年 5 月 28 日之前，晓程科技的股价一直低于 25.97 元的水平。因此，债券投资者集中在 5 月 28 日之后选择换股。同样成功换股的 15 光韵达、15 宝利来、15 新钢 EB、正邦 2015 可交换债、14 歌尔债、15 东集 EB，其交换标的股票光韵达（300227.SZ）、神州高铁（000008.SZ）、新钢股份（600782.SH）、正邦科技（002157.SZ）、歌尔股份（002241.SZ）、东旭光电（000413.SZ）在换股期内，其股价在一定的时间段内也超过其换股价债券利率水平。

表 6: 13 福星债投资者的换股细节

| 换股时间 | 换股股数 | 换股比例 | 换股当日收盘价 |
|-----------|---------|-------|---------|
| 2014/5/28 | 19493 | 0.02% | 26.46 |
| 2014/6/16 | 2194931 | 2% | 28.07 |
| 2014/6/17 | 116959 | 0.1% | 27.49 |
| 2014/6/26 | 1143273 | 1.04% | 28.29 |
| 2014/6/27 | 506820 | 0.46% | 27.81 |
| 2014/6/30 | 39024 | 0.04% | 28.17 |
| 2016/7/1 | 935632 | 0.85% | 27.87 |

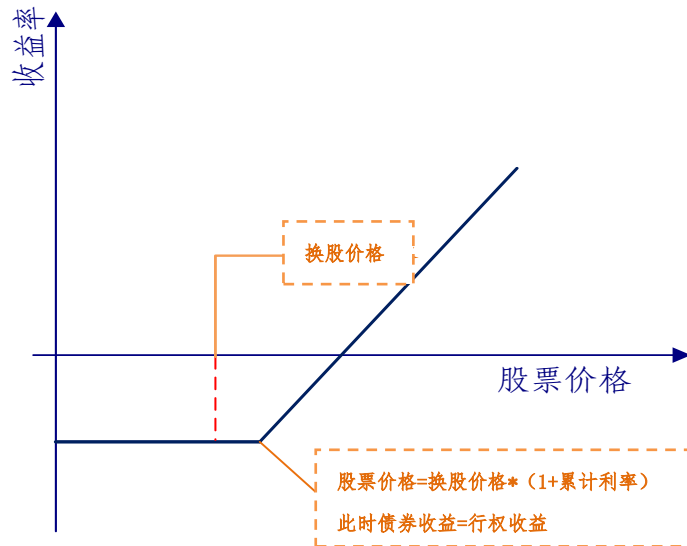
资料来源：Wind，长城证券研究所

当股价在换股期内超过[换股价*(1+累计债券利率)]较多时，股东则选择赎回。在 14 沪美债的条款设计上，根据 14 沪美债《募集说明书》的约定，在本期私募债券质押股票解除禁售（即 2015 年 6 月 12 日）前 5 个交易日内，发行人有权决定按照债券面值的 110%（含应计利息）赎回全部或部分本期私募债券。由于 14 沪美债交换标的股份猛狮科技（002684.SZ）在进入换股期首日即 2015 年 6 月 12 日之前 5 个交易日的平均收盘价 43.37，高出换股价 12.85 元 237.51%。猛狮科技（002684.SZ）于 6 月 8 日公告：赎回日为 2015 年 6 月 12 日，赎回价格为债券面值的 110%。同样，15 美大债也提前赎回。

若标的股票股价在换股期内无法突破[换股价*(1+累计债券利率)]，则大概率换股失败。例如，14 海宁债的标的股票海宁皮城（002344.SZ）在进入换股期后于 2015 年 12 月 7 日达到最高 18.94 元的股价，虽然已突破换股价 17.88 元，但仍低于 21.79 元的债券投资人转股意愿市价。而 15 名轩 03 的标的股票长荣股份（300195.SZ），尽管其已触发换股价下修条款，但其股价在进入换股期后仍始终低于[换股价*(1+累计债券利率)]。值得注意的是，大连重工（002204.SZ）在换股期内最高价达到 5.20 元/股，其换股门槛价为 5.06*（1+4%*1.4986），即 5.36 元/股。其市价尚未高于其换股门槛价，但在换股期终止日（2017

年 5 月 25 日) 之前已完成全部换股。我们认为, 此为债券投资者看好大连重工的前景, 相信其未来收益可以高于其债券收益。

图 24: 债券投资者的换股门槛

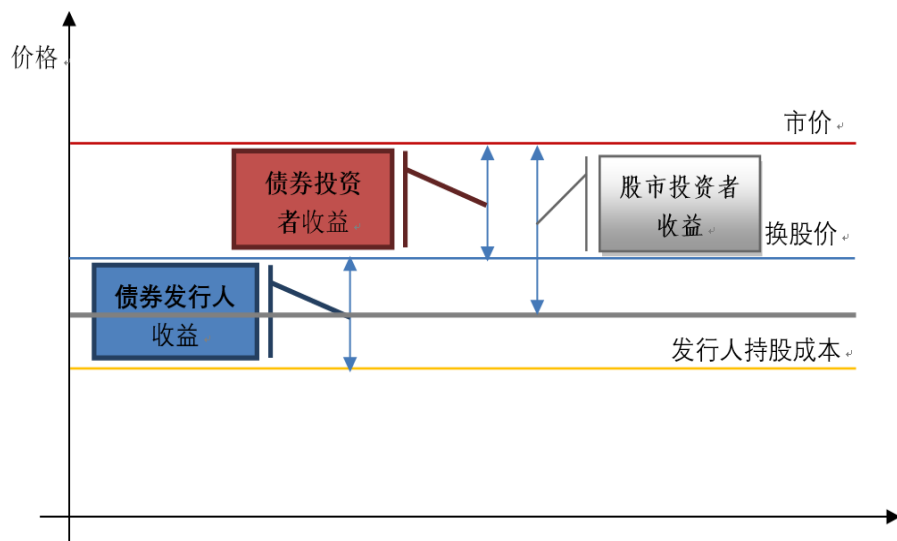


资料来源: 长城证券研究所

3.2 探寻股市投资机会

股市投资者可成受益第三方, 若低位布局, 收益可超债券投资者。通过对已到期可交换债的交换标的的历史股价图的分析, 我们发现, 如果股市投资者在换股期终止之前, 投资股价在换股期内从未高于换股门槛价, 即[换股价*(1+累计债券利率)], 的交换标的股票, 若可交换债后期成功换股, 则股市投资者至少可以获得[(换股门槛价-现股价)/现股价]收益率, 还有望和债券投资者一同获得行权清仓超出债券收益的额外收益。

图 25: 股市投资者与债券发行人、投资者共同受益



资料来源: 长城证券研究所

因此我们的目标是筛选出满足以下两个条件的标的：①股价低于换股门槛，且尚未换股的交换标的；②能够成功换股。

其中第二条标准进行直接量化的难度较大，但从理论上进行分析，有以下几个因素对换股成功率有一定的影响，同时也彰显了发行人的换股意愿：**第一、发行换股价对于发行当日股价的溢价率。**其中换股溢价率=（换股价-发行日交换标的股价）/发行日交换标的股价。在其它条件一定的情况下，溢价率高意味着交换标的股价需要比溢价率低的交换标的股价上行更多达到才能达到换股门槛，可交换债的投资者才会选择换股。**第二、债券利率。**[换股价*(1+累计债券利率)]为债券投资者换股的最低门槛，当市价>[换股价*(1+累计债券利率)]时，投资者的换股收益>持有债券获得利息的收益，债券投资者选择换股。其它条件一定的情况下，债券利率越低，则债券投资者换股的门槛越低，后期换股的概率也就越大。**第三、是否有下修条款的设计。**下修条款的设计能够防止换股期内熊市的出现使得股价大幅下跌而离换股价越来越远，换股概率越来越低。当其它条件一定时，下修条款空缺，后期换股成功率相对较低。**第四、债券期限。**给定相同的其它条件，债券期限越长，换股门槛即[换股价*(1+累计债券利率)]相对较高；同时，对于没有下修条款的可交换债券来说，债券期限越长，交换标的受市场不确定因素影响越大，则换股风险越大。**第五、可交换债发行人是否为实际控制人、或实际控制人一致行动人。**若是，则发行人对股价有一定的影响力。发行人可以通过改善公司运营效率、提高公司盈利水平等手段维护公司股价。

站在股市投资者的角度筛选还需要**注意**：**第一、不考虑因赎回而导致换股失败。**债券投资者面临着因股价太高而被发行人赎回而收益减少的风险，而对股票市场投资者而言，股价上涨意味着收益增加。**第二、不考虑债券投资者因股价太低而回售的风险。**我们将筛选范围限定于发行人为控股股东或实际控制人的一致行动人的可交换债券。无论是出于融资还是减持的目的，发行人都不希望有债券投资者提前回售。这是因为投资者的回售意味着发行人的融资行为提前终止，并且融资成本较投资者持有至到期更高。因此，控股股东就有较强的动力提高公司的运营、盈利水平以维护股价，防止可交换债券的回售。

3.3 投资标的筛选

首先我们将筛选范围限定于：①股价低于换股门槛，且尚未换股的交换标的；②发行人为实际控制人、或实际控制人一致行动人。

第二步，我们根据：**换股价溢价率、债券利率、债券期限、及下修条款的设计**，进行综合考量，最终筛选出以下 24 支标的（按市值从小到大的顺序排列），建议投资者重点关注：喜临门（603008.SH）、浙江世宝（002703.SZ）、澳洋科技（002172.SZ）、东方海洋（002086.SZ）、万泽股份（000534.SZ）、洽洽食品（002557.SZ）、金禾实业（002597.SZ）、美克家居（600337.SH）、天海防务（300008.SZ）、恒立液压（601100.SH）、四川九州（000801.SZ）、润和软件（300339.SZ）、水晶光电（002273.SZ）、宜华健康（000150.SZ）、以岭药业（002603.SZ）、奥瑞金（002701.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、大族激光（002008.SZ）、恒逸石化（000703.SZ）、凤凰传媒（601928.SH）、皖新传媒（601801.SH）、北方稀土（600111.SH）、天士力（600535.SH）、永泰能源（600157.SH）。

表 7: 投资标的推荐 (截至 2016/12/30)

| 证券简称 | 正股代码 | 正股简称 | 发行起始日期 | 到期日期 | 自愿转股起始日期 | 债券期限 | 总市值 [亿元] | 利率说明 | 到期补偿利率 | 上市当日转股溢价率 | 转股价格 [元] | 换股门槛价 [元] | 门槛高于现价 |
|----------|------------|------|-------------|-------------|-------------|------|----------|------------------------------|--------|-----------|----------|-----------|--------|
| 16 华易 EB | 603008 .SH | 喜临门 | 2016/9/23 | 2019/9/23 | 2017/3/24 | 3 | 70.06 | 3% | 18% | 18% | 25.00 | 31.75 | 73% |
| 16 世宝债 | 002703 .SZ | 浙江世宝 | 2016/1/2/30 | 2016/1/0/13 | 2017/4/14 | 2 | 70.62 | 第一年 1%; 第二年 6% | | -8% | 39.00 | 41.73 | 14% |
| 16 澳洋 E1 | 002172 .SZ | 澳洋科技 | 2016/1/1/21 | 2019/1/1/22 | 2017/5/23 | 3 | 75.04 | 第一年 3%; 第二年 3%; 第三年 4% | 5% | 20% | 13.10 | 15.06 | 47% |
| 16 东方 EB | 002086 .SZ | 东方海洋 | 2016/1/1/1 | 2017/1/1/1 | 2017/5/3 | 1 | 78.81 | 6.00% | | 5% | 11.00 | 11.66 | 2% |
| 16 万泽 01 | 000534 .SZ | 万泽股份 | 2016/6/29 | 2018/6/29 | 2016/1/2/29 | 2 | 80.51 | 4.50% | | 2% | 15.10 | 16.46 | 1% |
| 16 华泰 01 | 002557 .SZ | 洽洽食品 | 2016/2/26 | 2019/2/26 | 2016/8/26 | 3 | 81.42 | 3.80% | | 18% | 19.50 | 21.72 | 35% |
| 16 金瑞 EB | 002597 .SZ | 金禾实业 | 2016/8/19 | 2019/8/19 | 2017/2/22 | 3 | 88.20 | 第一年:2%; 第二年:4%; 第三年:6% | | -10% | 14.38 | 16.11 | 3% |
| 15 美克 EB | 600337 .SH | 美克家居 | 2015/1/2/7 | 2018/1/2/8 | 2016/6/20 | 3 | 91.33 | 4.50% | 6.50% | 27% | 19.69 | 23.63 | 67% |
| 16 沃金 E1 | 300008 .SZ | 天海防务 | 2016/1/1/11 | 2018/1/1/14 | 2017/1/1/15 | 2 | 93.57 | 第一年:3.8%; 第二年:6% | | 57% | 40.00 | 43.92 | 80% |
| 16 恒屹 EB | 601100 .SH | 恒立液压 | 2016/1/1/25 | 2018/1/1/28 | 2017/5/29 | 2 | 101.18 | 第一年:2%; 第二年:8% | | 23% | 19.70 | 21.67 | 35% |
| 15 九州债 | 000801 .SZ | 四川九州 | 2015/8/14 | 2018/8/18 | 2016/2/22 | 3 | 108.72 | 2.30% | 1.50% | 5% | 16.70 | 18.10 | 70% |
| 16 润和债 | 300339 .SZ | 润和软件 | 2016/8/26 | 2019/8/26 | 2017/2/27 | 3 | 109.50 | 4% | 8% | 63% | 55.00 | 66.00 | 116% |
| 16 星星 01 | 002273 .SZ | 水晶光电 | 2016/4/29 | 2019/5/3 | 2016/1/1/3 | 3 | 131.92 | 第一年:3%; 第二年:5%; 第三年:7% | | 30% | 26.47 | 30.44 | 53% |
| 16 宜华 E1 | 000150 .SZ | 宜华健康 | 2016/1/1/28 | 2019/1/1/30 | 2017/5/30 | 3 | 138.24 | 0.80% | 4.50% | 41% | 49.00 | 52.38 | 70% |
| 16 以岭 EB | 002603 .SZ | 以岭药业 | 2016/4/15 | 2021/4/18 | 2017/4/20 | 5 | 194.44 | 1% | 7% | 20% | 17.90 | 20.05 | 16% |
| 16 原龙 01 | 002701 .SZ | 奥瑞金 | 2016/1/0/25 | 2019/1/0/25 | 2017/4/25 | 3 | 203.49 | 0.10% | | 23% | 12.00 | 12.04 | 39% |
| 16 长盈 | 300115 | 长盈 | 2016/8/ | 2018/2/ | 2017/2/ | 2 | 234.74 | 第一年:3.5%; | | 27% | 26.50 | 27.89 | 7% |

| 证券简称 | 正股代码 | 正股简称 | 发行起始日期 | 到期日期 | 自愿转股起始日期 | 债券期限 | 总市值 [亿元] | 利率说明 | 到期补偿利率 | 上市当日转股溢价率 | 转股价格 [元] | 换股门槛价 [元] | 门槛高于现价 |
|----------|------------|------|-------------|-------------|-------------|------|----------|-------------------|--------|-----------|----------|-----------|--------|
| 债 | .SZ | 精密 | 2 | 3 | 3 | | | 第二年:3.5% +上调基点 | | | | | |
| 15 大族 01 | 002008 .SZ | 大族激光 | 2015/1/28 | 2018/1/28 | 2016/6/29 | 3 | 241.00 | 2.50% | 3.50% | 20% | 30.80 | 34.19 | 51% |
| 16 恒逸 01 | 000703 .SZ | 恒逸石化 | 2016/1/0/18 | 2019/1/0/21 | 2017/4/21 | 3 | 243.47 | 3% | 2% | 24% | 15.00 | 16.65 | 11% |
| 16 凤凰 EB | 601928 .SH | 凤凰传媒 | 2016/1/0/28 | 2021/1/0/31 | 2017/1/0/31 | 5 | 266.45 | 1.00% | 5% | 43% | 16.00 | 17.60 | 68% |
| 16 皖新 EB | 601801 .SH | 皖新传媒 | 2016/6/22 | 2021/6/23 | 2017/6/23 | 5 | 349.50 | 1% | 11% | 45% | 16.39 | 19.01 | 8% |
| 16 包集 EB | 600111 .SH | 北方稀土 | 2016/9/26 | 2019/9/27 | 2017/9/28 | 3 | 445.78 | 1.30% | 10.50% | 39% | 17.06 | 19.52 | 59% |
| 15 天集 EB | 600535 .SH | 天士力 | 2015/6/8 | 2020/6/8 | 2016/6/8 | 5 | 448.29 | 1% | | 2% | 56.58 | 59.41 | 43% |
| 16 永泰 EB | 600157 .SH | 永泰能源 | 2016/2/2 | 2018/2/2 | 2016/8/4 | 2 | 498.27 | 8.50% | | 89% | 6.66 | 7.79 | 94% |

资料来源: Wind, 长城证券研究所

3.4 投资建议

股市投资者可成可交换债受益第三方, 若低位布局, 收益有望超可交换债券投资者。通过筛选出①市价低于换股门槛价, 且尚未换股、②发行人为实际控制人、或实际控制人一致行动人、③后续换股概率大的交换标的, 我们建议投资者重点关注以下 24 支投资标的 (按市值由小到大排列): 喜临门 (603008.SH)、浙江世宝 (002703.SZ)、澳洋科技 (002172.SZ)、东方海洋 (002086.SZ)、万泽股份 (000534.SZ)、洽洽食品 (002557.SZ)、金禾实业 (002597.SZ)、美克家居 (600337.SH)、天海防务 (300008.SZ)、恒立液压 (601100.SH)、四川九洲 (000801.SZ)、润和软件 (300339.SZ)、水晶光电 (002273.SZ)、宜华健康 (000150.SZ)、以岭药业 (002603.SZ)、奥瑞金 (002701.SZ)、长盈精密 (300115.SZ)、大族激光 (002008.SZ)、恒逸石化 (000703.SZ)、凤凰传媒 (601928.SH)、皖新传媒 (601801.SH)、北方稀土 (600111.SH)、天士力 (600535.SH)、永泰能源 (600157.SH)。

3.5 风险提示

换股价下修的风险; 换股失败的风险。

研究员介绍及承诺

甄峰: 2011年香港城市大学商学院管理科学博士毕业, 研究方向是大型复杂商业问题的建模与优化, 作为行业研究员从业五年, 看过中小市值(偏TMT), 环保, 交通运输等行业。

黄红卫: 2016年入职长城证券研究所中小市值组, 研究人工智能方向。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjim@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>