

有中国特色的股市投资理财实战不传之秘

畅销书升级版

下有**保底**，上不**封顶**

# 可转债

## 投资魔法书

(第2版)

安道全 ©著

简单投资、公式投资、自动投资、安全投资，立于不败的投资！

拥有本书，你将不再需要每日看盘、看新闻。

到点买入，到点卖出，稳坐钓鱼台，

自有上市公司为你打工！

这是一本中国股票市场上聪明而强大的投资书

 电子工业出版社  
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY  
<http://www.phei.com.cn>

# 可转债投资魔法书（第2版）

安道全 著

電子工業出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究。

图书在版编目（CIP）数据

可转债投资魔法书 / 安道全著. —2版. —北京：电子工业出版社，2014.8

ISBN 978-7-121-23601-3

I. ①可... II. ①安... III. ①投资—通俗读物 IV. ①F830.59-49

中国版本图书馆CIP数据核字（2014）第135345号

策划编辑：孙学瑛

责任编辑：徐津平

印 刷：三河市双峰印刷装订有限公司

装 订：三河市双峰印刷装订有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路173信箱 邮编：100036

开 本：720×1000 1/16 印张：18.25 字数：380千字

版 次：2012年4月第1版

2014年8月第2版

印 次：2014年8月第1次印刷

印 数：4000册

定 价：49.00元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售

缺，请与本社发行部联系，联系及邮购电话：（010）88254888。

质量投诉请发邮件至zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至dbqq@phei.com.cn。

服务热线：（010）88258888。

# 目 录

---

[内容简介](#)

[前言](#)

[第1章 不识庐山真面目 身在千山万壑中——初识可转债](#)

[第1节 什么是可转债](#)

[第2节 深入浅出可转债](#)

[第3节 为什么说可转债100%能保底](#)

[第4节 为什么说可转债熊市也能赚到钱](#)

[第5节 为什么说可转债牛市不封顶](#)

[第6节 为什么说可转债是最省心、最简单的投资](#)

[第7节 为什么说可转债是中国特色最安全的投资](#)

[第8节 从可转债指数看可转债业绩——熊市跌得少，牛市涨得不慢](#)

[第9节 从兴全可转债基金看可转债投资的优秀业绩——熊市跌得很少，牛市涨得真快，最后赚得真多](#)

[第10节 到哪里买卖可转债，手续方便吗](#)

[第2章 人生转债如初见 犹抱琵琶半遮面——雾里看花透视可转债](#)

[第11节 从头到脚谈转债——可转债的四大要素](#)

[第12节 4个指标透视可转债之转股价——转债定盘星](#)

[第13节 4个指标透视可转债之向下修正转股价条款——可转债的起重机](#)

[第14节 4个指标透视可转债之强制赎回条款——可转债的玻璃天花板](#)

[第15节 4个指标透视可转债之回售条款——可转债的保护伞](#)

[第16节 解剖课：五分钟看懂一只可转债](#)

[第17节 四大要素之外的那些事儿](#)

[第3章 养在深闺人未识 天生注定是胜者——揭秘可转债](#)

[第18节 可转债的注定归宿——上涨30%以上转股](#)

[第19节 公司如何让可转债价格轻松涨到130元以上](#)

[第20节 为什么可转债最好中长期持有](#)

[第21节 巴菲特为什么喜欢可转债](#)

[第22节 你赔了，我少赚；你大赚，我多赚——熬夺型投资者在中国](#)

[第23节 “黑天鹅”不一定是坏事](#)

[第24节 跟着你，有肉吃！——可转债正股套利](#)

[第25节 精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱](#)

[第26节 为什么可转债的收益率这么恐怖](#)

[第27节 买到100元以下的可转债很难吗](#)

[第28节 为什么可转债能保底，仍然有人说亏损](#)

#### [第4章 可转债投资三大流派和八项注意](#)

[第29节 安全分析派：掐头去尾的忍者神龟](#)

[第30节 期权定价派：二叉树、B-S和蒙特卡洛法](#)

[第31节 规则套利派：闻风数浪十面埋伏](#)

[第32节 可转债投资的八大注意](#)

[第33节 安全投资的最大敌人：预测，预测，还是预测](#)

#### [第5章 最简单的投资：唾手可得的5+3个投资组合](#)

[第34节 给最简单投资者的礼物：非常5+3组合](#)

[第35节 直接复制可转债指数](#)

[第36节 可转债指数基金](#)

[第37节 王印国分析师和讯可转债公开组合](#)

[第38节 最省心的组合：面值——最高价折扣法](#)

[第39节 安道全理财师的自动投资组合](#)

[第40节 5+1：相信基金经理，直接购买可转债基金](#)

[第41节 5+2：不是可转债的可转债：兴全合润A基金](#)

[第42节 5+3：可以保本的兴全保本基金](#)

#### [第6章 “面值-高价折扣法”的发扬和实践：“三条安全线”](#)

[第43节 缘起：更高效率，更加实用](#)

[第44节 原理：安全第一，逐次抵抗](#)

[第45节 效果：错落有致，好整以暇](#)

[第46节 意义：高筑墙，广积粮，缓称王](#)

[第47节 实践：如何设定+当前的三条安全线](#)

[第48节 风格：安全待机法和安全长持法](#)

#### [第7章 《安道全周报》精华选登和投资心得](#)

- [第49节 用期望值给民生可转债把把脉](#)
- [第50节 “转债基本功”——计算久立转债的基本数据](#)
- [第51节 可转债如何质押正回购放杠杆](#)
- [第52节 转债成功的投资者要具备的数学逻辑](#)
- [第53节 《学习基金好榜样》兴全可转债2014年1季度持仓分析](#)
- [第54节 三大转债隐含回售年化详细算法：中海转9%+](#)
- [第55节 【独家】非此即彼：股市流行庸俗归纳学](#)
- [第56节 风云涤荡走巨轮：巨轮转债2的投资之路——兼谈买在山腰下的不确定幸福](#)
- [第57节 用可转债来抄底：似是而非的概念](#)
- [第58节 新钢不是无情物，当年亦是海上花：转债到期时间长短、优劣辩证](#)
- [第59节 10分钟选转债：简单的10分钟和不简单的10年](#)
- [第60节 三言两语“戏评”25只可转债](#)
- [第61节 可转债的钱，我们还能赚多久](#)
- [第62节 我们在转债投资中所犯的错误：电力转债](#)
- [第63节 这些年，我们的钱是怎么赚的](#)
- [第64节 可转债的另类可能结局：何谓到期转股](#)
- [第65节 回售价为为什么不是可有可无的](#)
- [第66节 一鱼两吃论美丰：兼谈“面值-高价折扣法”长处和不足](#)
- [第67节 “没有吃到最高点！”：再谈美丰在高价折扣法下卖出的应用](#)
- [第68节 预测之殇——罗斯福是如何毁掉投机之王的](#)
- [第69节 海直转债“面值-高价折扣法”和博弈法短期操作路径对比](#)
- [第70节 经典战例：双良转债的“危”与“机”](#)
- [第71节 信仰不是问题，问题是不信（1）：和真正的价值投资者学习投资](#)
- [第72节 信仰不是问题，问题是不信（2）：研究员为什么不是富翁](#)
- [第73节 图解安道全表格之如何看可转债投资价值表](#)
- [第74节 图解安道全表格之如何看“可转债上下空间表”](#)
- [第75节 图解安道全表格之如何看“安道全可转债三条安全线表”](#)

[第76节 安道全可转债数据算法简介](#)

[第77节 可转债涨跌情况表](#)

[第78节 可转债规模/市值占比表：一张表格，阅尽可转债众生](#)

[第79节 可转债基本功：安道全税后到期收益率计算法](#)

[第80节 安全的10元胜于赌博的10000元](#)

[第81节 1年10%概率和3~5年90%概率：转债是到期近的好还是到期远的好](#)

[第82节 模糊的精确：期望值告诉你转债值多少钱](#)

[第83节 可转债超额收益何来：130元、140元不是天花板](#)

[第84节 转载：《通过正回购，杠杆买入可转债的方法》](#)

[第85节 2013年：可转债无负于投资者，投资者自负于可转债](#)

[第86节 概率的美丽与哀愁：脑袋是概率的，情绪是线性的](#)

[第8章 您可以从本书得到更多](#)

[第87节 本书重点推荐的可转债投资方法和组合](#)

[第88节 本书重点推荐的可转债基金](#)

[第89节 特别奉献：《安道全理财周报》特别优惠](#)

[第90节 简单、安全、快乐的投资，Let's go](#)

[附录A 读者热门问题答疑](#)

[附录B 价值投机者俱乐部对安道全团队的采访（节选）](#)





---

# 内容简介

---

投资最大的风险是不确定性，处于弱勢的散户（包括所谓的大户）尤其如此。然而，中国市场有一只奇葩，观其原理，100%不会亏，股市腰斩也能收回本金，向上却近乎不封顶；查其业绩，曾经存在的58个，全部“只赚不亏”，赢利在23%~360%之间！如此极品，却长期寂寞深宫无人问，实在暴殄天物！本书力图为其正名，更试图让广大散户从此走出任人宰割的怪圈，这就是中国特色的投资品——可转债！

本书分别从原理、合同、博弈角度、数据、业绩出发，多方位立体地、无可争议地论证了可转债独一无二的卓越特性：下有100%保底，上不封顶。不仅如此，本书的更大贡献是，不但告诉读者“投资什么最好”，还进一步阐述了“如何投资”。通过翔实的数据演算，层层分析，推导出了一条宝贵的可转债投资规则——“面值—最高价折扣法”，新版进而提炼升华为独家首创的“三条安全线”策略，虽童叟皆能行之，但收益丰厚且风险极低！有心读者会在一系列推导阅读中心旷神怡，终有恍然大悟、大道至简之感！以此为基础，本书进而给出了5+3个宝贵的可转债投资组合，信手可得，简单易行。

本书适合所有股民和投资者参考阅读。

这本书将彻底改变你的投资方式，以及投资命运……是时候了！

- 可转债不是一个暴利工具，但是却有可能给你带来安全的暴利。
- 抓住四大指标，纲举目张，不到五分钟你就能看懂一只可转债。
- 看完本书，基本你就可以参加基金经理的鸡尾酒会了……事实上，他们懂得的未必更多。
- “强制赎回的公告，是胜利的号角，是节日的礼花，是感恩节的空气，是麻辣香锅的酣畅淋漓，是整部进行曲的最高潮。”
- “从某个角度讲，我一直想对可转债的规则制定者深深鞠一个躬，然后送上我的敬仰之情，如滔滔江水的那种，你知道的。”
- 每只可转债，都应该上天堂。
- 如果时间确定、最低点确定、最高点确定，每个投资者都会变成股神。这样的股票，堪称“完美的股票”。可转债就是最接近完美的股票。
- 可转债可能是股市上，投资者和上市公司唯一利益高度一致的地方了。
- 每个可转债的背后，都有一个强大而又贪心的大股东，随时打算为你把股价拉到转股价的130%以上，而且——越高越好！
- 有条件要涨，没有条件创造条件也要涨！所以，你不是孤独和弱小的，你是强大的，你有万众随行，你有呼风唤雨的召唤兽，简言之：你真的是“上边有人”！
- 如果你是可转债投资者，恭喜你，你已经是合格的价值投资者了！
- 如果你没有信心持有可转债到130元以上，那么你最好一分钟也不要持有它。
- 要站在大股东的角度想问题，越狡猾越好，越卑鄙越安全。
- “安全的可转债投资方法，就像每天早晨起来，吃掉一个面包那样简单。”
- 书中送出8个投资组合，对于崇尚简单的投资人来说，可能是今年能收到的最好礼物了。
- 上下波动的不是股价，也不是收益率，甚至不是这个世界，而是投资者的心。
- 这里有可以打败专家的“傻瓜投资法”，极简单，免费，却绝不平庸。
- 可转债是一把利刃，既是信心之刃，也是纪律之刃。此刃一出，无坚不

摧；若不伤人，必将伤己，惟有善用者可以建立奇勋。

- 数据让人狂喜，数据也让人绝望。见到了这些数据，投资人才知道自己错过了一个多么伟大的时代，一个多么伟大的机会，一个多么伟大的投资极品。
- “.....伟大的中国的可转债！他继承了中国股市的光荣传统！股评人、媒体、研究员、券商、基金、业绩预报、资金流向和市场热点在这一刻灵魂附体，一个可转债他代表了中国股市悠久的历史 and 传统！在这一刻他不是一个人在战斗！！他不是一个人！！！！.....”



---

# 前言

---

投资最大的天敌就是不确定性，如果能够做到60%的确定性，就是强者；70%，就是王者，80%，近乎于神；90%，只见于传说。即使公认的“股神”巴菲特，也谦卑地认为自己的胜率“不过刚刚超过60%”。

然而中国市场上却有一个投资极品，其确定赢利的可能性近乎99%，向下100%有保底，即使股市腰斩也能拿回本金加利息（有法律和合同保护）；向上却近乎没有封顶，可以完全享受牛市带来的丰厚利润！

这个品种就是可转债。

事实上，历史上正常存在的58只可转债全部转股成功，在本书《第25节精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱》中，假设从1998年开始，每只可转债仅简单以面值买入，无论中间涨到多高、跌到多低都视而不见，到期一律以收盘价卖出——收益率将是12年43倍！

极端一点，假设以复利计算，每只可转债都以面值买入，以收盘价卖出；然后以获得的所有本金+获利全部买入下一个面值100元的可转债，再全部以收盘价卖出……如此持续滚动复利投入，总收益是多少？答案是：大约5.56万亿倍。

为什么会这样？很简单，面值买入，根据可转债的规则已经不可能亏损；可转债转股成功，意味着上市公司好不容易超低息融资的几亿、几十亿、几百亿真金白银不需要吐出来，到期变“债主”为“股东”，这样上市公司和可转债持有人达到了双赢。

因此，在中国市场可转债的转股概率极高。

此时，请再看可转债历史收益表，完全等于做了58次“只赚不亏”的交易！想想看，如果一个投资者，能够准确地连续58次操作都能赚钱，而且赢

利都在23%~360%之间，用脚后跟都能想出来，最终获利必然是高耸入云了。这样的人是什么？股神，绝对的股神！

可转债正是这样的一个极品，业绩看起来神奇无比，实质仅仅是因为保底的天性，在时间的催化剂下完成了58笔必胜的交易而已！就是这么简单！

当然，5.56万亿倍的收益仅仅存在于理论中；但是，12年43倍的收益率绝对是可以实现的，而且可以更高！在本书中，详细讨论了几种非常简单的操作规则：面值买入—收盘价卖出法、最低价买入—收盘价卖出法、面值买入—最高价卖出法、面值—最高价折扣法等，并且完全从实战出发给出了最佳组合，同时把单利收益成功地从43倍提高到了51~57倍以上！

本书是上一版本的升级版，在重点阐述可转债不败原理和“面值-高价折扣法”原则后，进一步独家提炼出“三条安全线”策略，更加贴近实际操作，且简单易行，是新版对读者最有诚意的献礼。

本书主要参与写作的人员有：李月鹏（执笔人）、莫亚柏、陈甦、刘爱琴、姚雯、李娟、莫亚琳、陈好、曾旭辉、李颖、曾骥飞、谭香芬、袁洁、严军、莫菲等，特别感谢集思录周总（天书）、帅牛、暖暖的豆浆等诸同仁对低风险投资卓越无私的奉献，并感谢罗羿贾总、周到、杨云、吴安民、邹晨老师和赵隆光先生对本书的重大贡献。书中难免有疏漏之处，敬请广大读者朋友批评指正，并多多提出宝贵意见。





---

# 第1章 不识庐山真面目 身在千山万壑中——初识可转债

---

本章是可转债的入门篇。

通过浅易明白的语言，让读者对这个特殊的投资品有个初步和感性的认识，明白其特点和形成的原因：为什么能做到“100%保底，上不封顶”。

本章的特色之处在于通过大量的历史数据和表格对比，清楚明白地展示了可转债强大的投资收益率，其穿越牛熊的“恐怖能力”让人印象深刻。

## 本章要点集萃

- 可转债，全称为“可转换公司债券”，是可以转换成公司股票的债券。
- 可转债具有债权和期权的双重属性。
- “可转债.....在保底的保单下，附送一张通往牛市的火车票根。请注意，不是高铁，是普快，但终点一致。在熊市里，它是火种；在牛市中，它是火焰。”
- “可转债，是一个可以让投资者安心睡觉的投资工具。”
- 保持股价在约定的转股价130%以上一段时间，是大概率事件，因为这样对上市公司最有利。换言之，持有可转债获得30%以上的收益，可能性极大。

- “……可转债不是一个暴利工具，但是却有可能给你带来安全的暴利。”
- 招商地产转债，最高350元，收益率250%；韶钢转债，最高349.99元，收益率249.99%；创业转债，最高价327.99%，收益率227.99%；华电转债，最高299.99元，收益率199.99%。
- 可转债历史上只有两个从未高过200元，收益率为76.67%和86%；其他都在200元以上，也就是翻番了；在250元以上的，占到一半。
- ……翻一翻历年以来可转债的历史记录，保本的概率，绝对是百分百。
- 可转债投资基本不需要投资者预测股价和市场！
- 投资可转债，手续非常简单，门槛非常低，1000元即可起步。

# 第1节 什么是可转债

“投资者最大的风险就是：他们不明白自己买入的到底是什么。”

——著名投资人 吉姆·罗杰斯

（如果你不喜欢看定义和概念，或者对可转债一无所知，想尽快立竿见影地明白可转债的话，恭喜，请直接看“第2节：深入浅出可转债”。）

可转债，全名叫做“可转换公司债券”（Convertible bond；CB），简称“转债”或者“可转债”。在目前国内市场，就是指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券。可转债具有债权和期权的双重属性，其持有人可以选择持有债券到期，获取公司还本付息；也可以选择约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。所以投资界一般戏称，可转债是证券界的“蝙蝠”，既有股性又有债性，对投资者而言是保证本金的股票。

当可转债失去转换意义，就作为一种低息债券，它依然有固定的利息收入。如果实现转换，投资者则会获得出售普通股的收入或获得股息收入。

可转债具备了股票和债券两者的属性，结合了股票的长期增长潜力和债券所具有的安全和收益固定的优势。此外，可转债比股票还有优先偿还的更高级别权。

## 基本方略

当股市形势看好，可转债随二级市场的价格上升到超出其原有的成本价时，投资者可以卖出可转债，直接获取收益；当股市低迷，可转债和其发行公司的股票价格双双下跌，卖出可转债或将可转债转换为股票都不划算时，投资者可选择作为债券获取到期的固定利息。当股市由弱转强，或发行可转债的公司业绩看好，预计公司股票价格有较大升高时，投资者可选择将债券按照发行公司规定的转换价格（转股价）转换为股票。

## 特殊性

可转债的根本还是“债”，需要还本付息：但是这种债有个特殊性，就是债权人有权根据债务人的股票价格情况把债转换为股票，相应地，债权也就转换为股权。当持有人认为该公司的业绩增长会比较好而股价很高时，就是将“可转债”换为股票的时候。

#### 简单举例：

A上市公司发行可转债，言明债权人（即债券投资人）于持有一段时间（这叫封闭期）之后，可以持债券向A公司换取A公司的股票。债权人摇身一变，变成股东身份的所有权人。而换股比例的计算，即以债券面额除以某一特定转换价格。例如债券面额100 000元，除以转换价格50元，即可换取股票2000股，合20手。

如果A公司股票市价已达到60元，投资人一定乐于转换，因为换股成本为转换价格50元，换到股票后立即以市价60元抛售，每股可赚10元，总共可赚到20 000元。这种情形，我们称为具有转换价值。这种可转债称为“价内可转债”。

反之，如果A公司股票市价已跌到40元，投资人一定不愿意去转换。因为换股成本为转换价格50元，假如真想持有该公司股票，应该直接去市场上以40元买，何必用50元成本转换取得呢？我们认为这种情形不具有转换价值。这种可转债称为“价外可转债”。价外可转债似乎对投资人不利，但别忘了它是债券，有票面利率可领利息，所以100%保底。

## 第2节 深入浅出可转债

“可转债，归根结底是一张债券加一张看涨期权的合体。债券给你保了底，看涨期权（中国市场称之为‘认购权证’）让你上不封顶。”

——著名市场人士“债坛功德佛”

上一节是标准化试卷的答案，换句话说就是书面官方用语。

现在，我们尝试用标准化的劳动人民语言来说清楚这件事情。

首先，可转债是上市公司发的。

所谓上市公司，通俗点讲就是在A股市场上正式发行了股票的公司。所以，每张可转债后面，都必定有一个且只有一个相对应的上市公司的背影，当然同时也必然有一个上市的股票存在，一般我们称之为“正股”。

其次，“可转债”，顾名思义，它肯定是一张债券。

所以，假如你在可转债发行上市的时候，以发行价（统一规定为面值100元，不得讲价）购买的话，在可转债的存在期间，五年也好、六年也好，无论市场风云如何变幻：欧美金融危机也好，日本大地震也好，苏丹红、变质奶、禽流感、瘦肉精、高铁撞、煤矿塌也好，只要公司没有倒闭、A股股票市场没有关张，到期以后你是肯定可以拿回这100元的，而且，还有利息。

所以，要是碰上2008年以来那样的股灾，上证指数从6124点“飞流直下三千尺”降到1644点时，腰斩的股票都算坚挺，缩水到十分之一、百分之一的也不新鲜，好多股民输得都系不上裤子了，但可转债的持有者却大可不用担心，你100元买的，不管怎么着到期都有100多元拿：上市公司经营不善？公司股价跌到脚后跟？本债主才懒得管呢，到期就得还钱，这是合同！没有二话，证监会可盯着你呢！这叫一个笃定。

这是一个好消息。接着咱们再说一个坏消息：可转债的利息可不高，不高到什么程度呢？一般来说，每年只有1%~2.x%而已……（知足吧，国外往往是0%！）

什么？一年只有1%~2.x%的利息！这不是坑爹吗！我就是拿到银行存一年还有3%呢！买国债也有5%的利息！整点企业债券，一样能保底，6%~9%的利率也比比皆是！再不成我拿去宜信、红岭、人人贷上去放贷，12%~22%唾手可得！最后，要是跑到温州去放贷，月息6分、8分的，一年下来可就是70%、100%的利润啊……

打住打住！麻烦车长先把这位乘客从高铁上请下去。冲动是魔鬼啊，淡定，淡定。

上市公司也想到了你可能不待见这种债券，坦率地讲，学过高数的人都不会待见。但是，上市公司的人说了，我们这不是普通的债券，是特殊的债券，特殊在哪儿呢？奥妙就在“可转换”上。

最后，玄之又玄的“可转债债券”。

上市公司说了，我也知道投资者不会把这区区1%~2.x%的利息当成一盘菜，不过我们可以签个合同，免费附送一个赚大钱的机会你要不要？

具体来说，比如现在我们公司的股票价格是10元，我跟你约好了，在这5~6年期间，您随时（有的可转债限制要在进入转股期后才行）有权利可以拿着这张“可转换债券”，用13元的价格买我们公司的股票！

想想看，五六年啊！总能碰上个牛市吧，比如碰上个2007年那样，股市不到两年涨了3倍！股票涨了10倍的也所在多有啊，您要是仅仅用了130%的价格买了我公司的股票，就等着发财吧！就算您不转换股票，这张可转债的价格也会跟着打滚翻倍，直接卖出去也不止130元！

事实上，这种事情也确实发生了。招商银行在2004年11月10日发行的招行可转债，预计到2009年11月10日到期，发行时的转股价格是9.34元，中间

经过不断地调整（分红、送股、下调转股价等原因），转股价先后调整到了5.74元、4.42元。结果到了2006年股市上涨得万马奔腾，招商银行的股票价格一路上扬，在2006年9月20日达到9.55元！如果持有可转债转股的话，等于用4.42元买了招商银行的股票，以9.55元卖出获利净赚116%的利润！当然，省点事的话，直接把手里的转债卖出去，最高价达176.99元，净赚76.99%！迟钝一点的，到2006年9月29日招行可转债退市的时候卖出，也能得169.08元，净赚69.08%。——而这，仅仅距离招商银行用100元发行可转债的时间不过1.88年！

顺便说一下哈，如果你在这1.88年中持有，还能得到招行可转债的一年利息，不多，1%，付交易手续费和印花税足够了，还有点零钱能给家里的小朋友买根冰淇淋。

顺便再说一下，如果你坚定看好招商银行，用100元可转债换了4.42元的招商银行股票以后，不卖出，继续持有，会等到招行股票节节攀升，到了2007年11月7日——那个让无数股民魂牵梦萦的日子——招商银行的股价是46.33元，是4.42元换股价格的10.48倍！

最后再顺便说一下，这种情况，不是个案，当时几乎所有可转债的正股都是翻着孙悟空的筋斗云一样飙升的。就拿涨得不快的可转债来说，不翻一番都不好意思出门了，就是翻番的见了邻居打招呼都脸红！只有像招商转债（招商地产）的350元、创业转债的327元和韶钢转债的327元，才算是个事儿！有数据为证，请见表1-1。

表1-1 2007年符合条件转股成功退市的可转债情况一览表

转债名称	退市价	最高价	发行日期	到期日期	下市日期	赎回/转股 转股日期	交易年
邯钢转债	182	203.99	2003-11-26	2008-11-26	2007-3-2	2007-3-2	3.26
营港转债	176.98	186	2004-5-19	2009-5-19	2007-3-26	2007-3-26	2.85
水运转债	205.1	218	2002-8-12	2007-8-12	2007-3-29	2007-3-29	4.63
华发转债	285	299	2006-7-27	2011-7-27	2007-4-3	2007-4-3	0.68
柳化转债	176	176.67	2006-7-28	2011-7-28	2007-4-3	2007-4-3	0.68
首钢转债	215	205	2003-12-15	2008-12-15	2007-4-6	2007-4-6	3.31
国电转债	211.88	218.98	2003-7-18	2008-7-17	2007-4-23	2007-4-23	3.76
晨鸣转债	204.05	220	2004-9-15	2009-9-15	2007-5-14	2007-5-14	2.66
招商转债	290.37	350	2006-8-30	2011-8-30	2007-5-25	2007-5-25	0.73
华电转债	299.98	299.99	2003-6-2	2008-6-2	2007-5-29	2007-5-29	3.99
华菱转债	231.61	279.44	2004-7-16	2009-7-16	2007-5-31	2007-5-31	2.87
西钢转债	158	222	2003-8-10	2008-8-10	2007-6-11	2007-6-11	3.84
天药转债	189.73	240	2006-10-25	2012-10-25	2007-6-22	2007-6-22	0.66
上电转债	226.58	277.99	2006-12-1	2011-12-1	2007-8-15	2007-8-15	0.7
创业转债	288.3	327.98	2004-6-30	2009-6-30	2007-8-28	2007-8-28	3.16
韶钢转债	272.22	349.99	2007-2-5	2012-2-5	2007-10-9	2007-10-9	0.67
凯诺转债	201.91	295	2006-8-15	2011-8-15	2007-10-16	2007-10-16	1.17



## 第3节 为什么说可转债**100%**能保底

“只有潮水退尽时，才能看得出谁在裸泳。”

——美国投资箴言

首先明确一下概念，只有在面值100元及以下，或者在回售价期收益率为正及以下买入的持有者，才能100%保底。回售价相当于一个可转债的保护价，一般比面值100元略高0.5元~3元。

为什么可转债100%能保底？因为这是合同规定的。

从本质上说，可转债就是一个另类的债券。所有的债券都有一个约定的还款兑现日期和约定利率，以及本金归还日期。

所以，所有的债券（当然包括可转债），都在合同中写明了：持有人买了我的债券，等于我向你借了多少年（比如5年、6年）的钱，在这几年当中，每年我都会给你利息（多少不等，1%到8%、9%的都有），到期以后我肯定要把本金100%归还给您。

如果不还怎么办？

那可不是拍拍屁股就能走人。这是合同，是契约，是受法律保护的！想赖账？不用法院发话，证监会先会上门拍桌子的。还不起？不是还有公司资产吗？不是还有上市公司的股票吗？依照法律要统统拿出来还账！

事实上，这一幕在中国可转债市场上从来没有发生过。

为什么？原因很多，笔者总结了一下，主要有以下两个原因。

### 1. 资质好，有还债能力。

中国政府一向很爱惜自己的孩子，特别怕“小散们”被心黑手辣的市场大鳄们吃得尸骨无存，所以对想发行可转债的上市公司设立了很多很多近乎苛

刻的条件，什么担保啦，资质啦，准入条件啦，审批程序啦，非常地严格。严格到什么程度？公司上市够严格吧？但是现在股市上也有上千个股票了；企业债券审批严格吧？企业债券市场上也有几百个债了；唯有可转债，有史以来总共批了不到100家，现在市场上还在交易的可转债还不到20家。

所以，这些发行可转债的上市公司，根正苗红底子硬，资质各方面都不错，最起码有很多东西可以用来还债，破产的可能性几乎为零。事实上，历史数据也的确显示是零。

## 2. 没必要。完全没有必要，投入产出根本不成比例。

对于发行可转债的上市公司来说，如果赖账，辛辛苦苦弄上市的圈钱机器——股票就完蛋了，为了区区几个亿的可转债动摇了公司百亿、千亿的摇钱树——上市股票，肯定不值。

最重要的是，上市公司只要在适当的时候拉抬一下股价，或者连钱都不用花，发几个利好消息，马上就能把公司股票价格拉到转股价的130%，然后合同会强制可转债持有人转股，债主变成了股东，连本金都不用还了。一分钱不用还不说，还白白拿走了债主的钱，这才是可转债发行公司的最终目的。而可转债持有人稳获30%以上的收益，也是皆大欢喜。

所以，发行可转债的公司实在没有必要为了这点芝麻，坏了本企业的百年圈钱大计。

总之，法律规定、合同约定、资质认定外加发行公司的利益决定，可转债到期保本，是肯定的，换言之是100%的。（还有一个原因：回售保护条款，后文专题讲。）

如果还不信，可以翻一翻历年以来的可转债历史记录，保本的概率，绝对是百分百。

## 第4节 为什么说可转债熊市也能赚到钱

“所有可转债发行公司的终极目标都是消灭可转债，把债主变成股东，从借你钱到拉你上贼船，从当儿子的变成当爷爷的。”

——和讯债券论坛用户 grasshexun

可转债百分百能保底不假，但是如果碰到极端情况，比如长达5年、6年的大熊市（虽然很少见），公司的股票价格一直就在约定的转股价附近甚至以下徘徊不进，持有的可转债根本没有转换股票的价值，怎么办？

当然，一直持有到期，肯定不亏；但是持有五年，每年平均下来才能获得不到2%的利息，这个时间成本未免有点太高了吧？

放心，上市公司比你还要急。

这样一来，上市公司虽然等于用极低的利率向你借了钱——1%~2%，比银行贷款利率低多了——而且还是一下子借了五六年，便宜算是占够了。但是资本的逐利性和中国大多数上市企业的劣根性决定了：便宜，只有占得更多，没有占够一说。

上市公司发行可转债的终极目的，就是为了把债主变成股东。债主，是他向你借钱，他欠你钱；股东，是你掏钱买他的股票，和他同坐一条船，当然，钱也不用还了。

这就是所有可转债发行人的如意算盘。不但要借钱，而且不还钱，这才是资本运作的最高境界。

所以，碰上长期的熊市，可转债的债主（持有人）个个持债不转股，最着急的反而是发行方：不要啊！借到我兜里的钱，再吐出来肉疼啊！怎么办？杀手锏出手！

杀手锏名称：下调转股价。

不是约定10元的转股价吗？现在股票市场价才6元，别说你，傻子都不会拿10元钱买市场价6元的东西。好办！咱们降价啊！把约定的转股价降到6元、7元，不就行了？赶上市场反弹或者公司利好，没准公司股价涨到8元、9元了，您不就有转股的动力了吗？

事实上也确实如此。

前面讲过的招商银行2004年发行的可转债，市场处于长熊末期，没人转股，招商银行一边通过不断分红，一边主动下调转股价，最终转股价从9.34元，调整到5.73元，再调整到4.42元，结果赶上2006年一个小牛市，马上股价冲破4.42元的130%，促成可转债持有人纷纷转股，轻轻松松把65亿元的债主变成股东，黄金白银落袋为安。

有了下调转股价这个武器，可转债变得更另类，也更有吸引力。不怕股票跌，反正转股价可以如影随形地跟着跌；而且，跌得越狠，反弹的可能性越大，上涨幅度也往往更大！

更进一步讲，股市大跌，往往可转债的市场交易价也跟着大跌，100元面值的可转债，经常八五折、九折就能买到！如果股价反弹涨了30%，可转债往往能涨到50%！

最后再说一个好消息：“研究历年以来的中国股市数据，你会发现中国股市的牛熊很有规律，一般来说是4年，最长5年，就有一波牛市。这个不能说明所有问题，但是确实能说明一些问题。”这话是西南证券的首席策略分析师张刚先生说的，大家可以验证一下历史。

换言之，5年都碰不上一个牛市，概率极低；所以，可转债价格涨30%以上，概率极高。

## 第5节 为什么说可转债牛市不封顶

“蚂蝗叮上鹭鸶脚，你上天来我上天”。

——民间俗语 佛教徒引用于如法如律修行

前面说过，可转债，其实质就是一张债券加上一张认购权证。虽然利息不是一般的低，但是好在有保底，无论熊市有多熊，也能做到旱涝保收，拿回本金，外加毛毛雨的利息（每年1%~2.x%）。但是要是赶上牛市，嘿嘿，那可算是捞到了，持有人一样能骑在牛背上与牛共舞，好事一点都不会落下的！

因为可转债有个转股价，可以用事先约定的价格把可转债“转换”成对应的正股股票，所以，当正股大涨特涨时，可转债的价值也随之大大升高。

例如一个可转债的约定转股价为10元，股票市场价为8元，这时不会有人转股。然而风云突变，牛市来了，在种种力量的作用下，股价飙升到12元，这时候可转债的持有者等于可以用10元的价格买到市场价12元的股票，当然是赚到了！

那么，可转债的持有人可以选择马上用可转债以10元的价格“转换”成该公司股票，然后在市场上以12元的市场价格卖出，净赚20%。

其实，这时候可转债的市场价格肯定也不是面值100元了，甚至也不是120元，往往会涨到130元、140元，持有人也可以选择直接在市场上卖出可转债，一样获利不菲。

但是所谓牛市不言顶，如果牛市继续向纵深发展，该股票万一涨到15元呢？

那么你转换成股票后卖出，就是赚到了50%；如果在可转债市场上以市价卖出，可能赚到的是60%、70%，甚至更多！（因为有期权溢价价值。）

如果该股票人品大爆发，从10元翻翻涨到了20元，那么你转换成股票后卖出的收益率就是100%，而直接从市场上卖出可转债的收益率可能是110%，甚至还要多。

理论上，如果该股票涨了10倍，那么你转换成股票后的收益也会是10倍，而从市场上直接卖掉可转债的收益率应该比10倍还要多！

当然了，理论只是理论上，现实中不太可能发生大涨10倍的好事。可转债往往规定了一个强制赎回的阀点：转股价的130%。如果长时间，比如30天内有15天，或者连续20天，可转债的正股价格达到了约定转股价的130%以上，就要强制赎回，往往以103元买回。（其目的就是告诉你：钱赚得够多的了吧？赶快转股，给我从债主变股东！）所以，就算天天涨停板，15天也不过是417.7%；连续涨20天也就672.7%，六七倍而已。

虽然在可转债上直接大赚10倍不可能，但是在股票市场上大赚10倍还是很有希望的。前面说过，股票大涨10倍是不稀奇的，假设你把可转债转换成股票以后，不卖出，继续持有该股票，完全有可能获得大涨10倍的收益！

比如第二节讲过的招商银行可转债，最后转股的转股价是4.42元，而2007年股市最高时招商银行的股价为46.33元，是当时转股价的10.48倍！招商银行这样的大象股都能起舞，那些中小盘股票更是可能一飞冲天，远超10倍，没有最高，只有更高！

不过，转股后继续持有股票，不是本书的讨论范围，我们只谈可转债。

归根结底，在牛市中，可转债充分体现了一张和正股绑定的期权所应该有的素质和效率，所谓“蚂蝗钉上鹭鸶脚，你上天来我上天”，一句话：正股有了好事，别想撇下兄弟我！

现在，我们先把大涨10倍的风筝放飞了，回头踏踏实实地看看，如果碰上牛市，单单只做可转债能够直接给我们带来多少收益？数据为证，请看表1-2。

表1-2 2007年牛市高峰期间可转债交易情况一览表

转债名称	退市价	最高价	发行日期	赎回/转股转股日期	交易年
邯钢转债	182	203.99	2003-11-26	2007-03-02	3.26
营港转债	176.98	186	2004-05-19	2007-03-26	2.85
水运转债	205.1	218	2002-08-12	2007-03-29	4.63
华发转债	285	299	2006-07-27	2007-04-03	0.68
柳化转债	176	176.67	2006-07-28	2007-04-03	0.68
首钢转债	215	205	2003-12-15	2007-04-06	3.31
国电转债	211.88	218.98	2003-07-18	2007-04-23	3.76
晨鸣转债	204.05	220	2004-09-15	2007-05-14	2.66
招商转债	290.37	350	2006-08-30	2007-05-25	0.73
华电转债	299.98	299.99	2003-06-02	2007-05-29	3.99
华菱转债	231.61	279.44	2004-07-16	2007-05-31	2.87
西钢转债	158	222	2003-08-10	2007-06-11	3.84
天药转债	189.73	240	2006-10-25	2007-06-22	0.66
上电转债	226.58	277.99	2006-12-01	2007-08-15	0.7
创业转债	288.3	327.98	2004-06-30	2007-08-28	3.16
韶钢转债	272.22	349.99	2007-02-05	2007-10-09	0.67
凯诺转债	201.91	295	2006-08-15	2007-10-16	1.17

可见，最强悍的是招商地产转债，350元，收益率250%（有点搞笑）；其次是韶钢转债，最高349.99元，收益率249.99%（离搞笑仅有一步之遥）；

名不见经传的创业转债，最高价327.99%，收益率227.99%；

华电转债，最高299.99元，收益率199.99%；

华发转债，299元；

凯诺转债，295元；

.....

实际上，历史最高价是海化转债的459元和锡业转债的400元。

细数下来，只有两个可转债是在200元以下的，收益率分别是76.67%和86%；绝大多数都在200元以上，也就是翻翻了；在250元以上的，占到一半。

这里没有算持有人转股后继续持有的收益。出于好奇，笔者找了一个大

盘股，招商地产，2007年5月25日，它的可转债退市时，当日的收盘股价是43.5元；半年后2007年11月30日，它的股价最高是102.89元，是2007年5月25日可转债退市时股价的236.5%。

抛开持有股票的问题，算一算招商地产可转债的年化收益率，也很让人振奋。招商地产可转债发行时间是2006年8月30日，退市时间是2007年5月25日，存续时间0.73年。

以退市时的价格290.37元计算： $(290.37-100) \div 100 \div 0.73 \text{年} = 260.78\%$

以可转债的最高价350.0元计算： $(350.00-100) \div 100 \div 0.73 \text{年} = 342.46\%$

这个年化收益率，足以跑赢99%的基金经理。数据诚不我欺啊！



## 第6节 为什么说可转债是最省心、最简单的投资

“复杂的事情简单做，简单的事情认真做，认真的事情重复做，重复的事情快乐做。”

——著名市场人士“股市不死鸟”花荣

股市最大的风险是什么？

波动！巨大的波动！让投资者无法捕捉到底部和顶部，从而迷失在起起伏伏的“数浪”迷宫里，最终是“两岸茫茫都不见”，人财两失。

股市最大的悲哀是什么？

那就是牛市割在解放前，熊市拍在沙滩上。

归根结底，还是因为投资者无法连续、准确地预测股价。

因为无法预测股价，所以才会在熊掌的折磨下，苦苦支撑了良久，结果真的牛市“解放军”都到门口了，割肉逃跑了。所谓“1945年当汉奸，1949年投国军”，标准的杯具啊！

同样因为无法预测股价，所以才会在熊市跌了又跌的情况下，补仓又补仓，没想到地板下面还有地下室，地下室下面还有十八层地狱，十八层地狱下面还有阎王爷的违章建筑——“地牢”……这次第，怎一个“惨”字了得！

而可转债投资，竟然不存在这个问题。可转债投资基本不需要投资者预测股价和市场！

“底”，就是100元，无论股市再怎么跌，5年以后100元百分百地给我交回来，外加利息。如果有幸可转债的价格跌到100元以下了，那更好！买入后我能拿到的钱更多了！

“顶”，严格来说没有顶，只有两个玻璃天花板。

(1) 130元。如果股价不涨到转股价的130%以上几次，可转债的最大庄家——上市公司比谁都着急：这么一个聚宝盆，怎么就生生做成洗脸盘了，不行！有条件要上130%，没有条件创造条件也要上130%！不但要上，还得坚持上130%15天、20天以上！股价都到转股价130%了，可转债价格自然也能上130元、140元，甚至更高了！

(2) 碰上牛市连续涨停的天数。如果强制赎回规定的是30天内有15天股价在约定转股价的130%以上，那么连续涨停的最大可能就是15天，涨幅最高417.7%；如果是规定连续20天股价在转股价的130%以上，那么连续涨停的最高幅度就是672.7%（实际略高些。）

第一个天花板，市场经验证明，往往吹弹得破，冲上去的概率几乎百分之百。

第二个天花板，碰上的很少，因为大牛市毕竟是个珍稀物种，比较罕见。不过碰上了也不要放过，转换成股票以后继续酌情持有吧！基本就算骑上牛背了，“它上天来你上天”！

总之一句话，哪管股市洪水滔天，自有转债风景这边：风险，你来扛；利息，我来赚！

赶上股市牛气冲天，坐看转债风林火山：你下地狱，我在地上；你上天堂，我在身旁！

最重要的是，这些股价波动完全不用你操心，自有上市公司风风火火地为你打工！

你所需要做的就是——一件事：

100元以下，越跌越买；100元~130元之间，不动如山；130元以上，安全就继续持有，赚多了就变现，收放自如！（甚至标准放松点，接近

100元，或者回售保护价以下，或者到期收益率为正。)

这么有效的策略，这么明白的纪律，还不够省心吗？还不够简单吗？

# 第7节 为什么说可转债是中国特色最安全的投资

“投资最重要的秘诀：第一，不要亏损；第二，永远记住第一点。”

——股神 兼“奥马哈圣人” 沃伦·巴菲特

股神巴菲特的铁律是：“第一，不要亏损；第二，永远记住第一点。”一向被投资人士奉为圭臬。而可转债，恰恰符合这个基本精神。

前文已经多次提到，买入可转债——特别是在面值以下或者回售价以下买入时——完全可以做到100%的保底，外加少量利息。这就是可转债的确定性：**100%保底，永不亏损。**

当然，作为投资品中的另类，可转债还有一个特点：向上不封顶（确切地讲，还是有个玻璃天花板的）。这又体现了它的不确定性：利润不封顶。

100%保底+利润不封顶，这不是完全符合股神的投资准则吗？

更有甚者，中国投资者还享有一些国际投资者不能享有的特权，包括一切外国股神！中国政府为了保护中小投资者的利益，唯恐可转债的参与各方（尤其是发行方）利用信息优势和资金优势操控市场，为此出台了一系列中国特色的政策，可以说，国内的可转债是目前世界上条款最优厚的可转债！与国外市场上的可转债相比，具有以下一些优势。

## 1. 票面利率高，投资期限短

国内可转债的票面利率平均在1.6%以上；而美国市场的可转债许多都是期限为20年至30年的长期零息债，纯债券部分价值要明显低于国内可转债。

## 2. 到期回售价格高

国内许多可转债都设有到期回售条款，到期回售的价格通常在面值的105%~110%，如果再加上利息，按面值购买的可转债持有到期的债券收益率会高达2.5%~3%，而国外可转债的到期回售价格，通常不过是按面值进行回售。

### 3. 初始转股价溢价率低

按历史统计来看，国内可转债的初始转股价的溢价率比较低，有时候甚至只是象征性地上浮1%，最高也不超过10%；但在美国，可转债的初始转股价溢价幅度大部分在20%以上，有些甚至高达50%以上，所以国内可转债为其内含的股票期权所支付的成本要低得多。

### 4. 转股价向下修正条件更容易触发

国内的可转债都强制性地设有转股价向下修正条款，并且满足修正条款的条件比较容易，这一条款的设置使得在可转债的基础股票价格不断下跌的情况下，其对应的可转债具有较强的抗跌性，甚至出现因预期转股价向下修正而可转债价格上升的现象。而国外的很多可转债甚至没有向下修正转股价条款，完全靠发行公司自觉申请，而且下调的概率极低，下调的幅度也很小。

### 5. 转股价向下修正条款更灵活

当正股进行送股、转增、配股和增发时，均会按其稀释比例相应调整转股价格。对于标的股票的现金分红是否调整转股价，国外一般不纳入转股价格调整范围。但是我国的可转债大多都将现金红利作为调整转股价格的一个因素。实际上相当于可转债持有人既取得了股票分红收益，在债券持有期内又可享受债券利息。

请注意：这样的好事，只有在中国市场才有，连巴菲特在美国都是享受不到的，对此巴老也只能望洋兴叹！所以，就可转债来说，中国的投资人是幸福的。

因此，在美国市场上、香港市场上，经常有可转债暴跌腰斩的情况，但是在中国，跌破面值的时间往往不长，基本不会超过半年；而动辄腰斩完全绝迹，八九十元就算大底了。

正因为这个原因，在可转债投资人看来：可转债的面值是100%的保底；进入回售期后，回售价格是高一年级的保底，100元+当期利率或者103元，是更高收益的100%铁底！表1-3可见一斑。

表1-3 目前正在上市交易的所有可转债回售时间和价格一览表

转债代码	转债名称	回售时间	回售价格
sh110003	新钢转债	2011/8/20	104
sh110007	博汇转债	2012/9/23	103
sh110009	双良转债	2010/11/4	103
sh110011	歌华转债	2015/11/25	103
sh110012	海运转债	2013/7/8	103
sh110013	国投转债	2015/1/25	面值加当期利息
sh110015	石化转债	不可回售	不可回售

续表

转债代码	转债名称	回售时间	回售价格
sh110016	川投转债	2015/3/21	103
sh110078	澄星转债	2007/11/10	105
sh113001	中行转债	不可回售	不可回售
sh113002	工行转债	不可回售	不可回售
sz125709	唐钢转债	2008/6/14	面值加当期利息
sz125731	美丰转债	2013/6/2	103
sz125887	中鼎转债	2011/8/11	103
sz126729	燕京转债	2011/4/15	102
sz129031	巨轮转2	2014/7/18	103
sz125089	深机转债	2015/7/14	103
sh110017	中海转债	2015/8/1	面值加当期利息
sh110018	国电转债	2012/8/19	面值加当期利息

更令人欣慰的是：这样好的投资产品，还不用普通投资者花费大量的时间和精力去调研、学习。要知道，巴菲特之所以择股如有神助，那是积累了几十年的人生经验和投资教训，再加上埋头苦读上千份枯燥专业的年报才得来的，而可转债投资则完全无需投资者的专业素质，只要在面值附近持有，

必有回报！

在中国股票市场上投资赚钱，有的人靠消息灵通，有的人靠资金雄厚，有的人靠造势控盘，而这一切基本和散户无关——除了可转债。只要散户抱定了基础常识：

1. 在面值附近买必能保底。
2. 进入回售期、有回售保护条款的可转债，回售价当年保底。

有了面值和回售价这两把横江铁索，无论可转债价格在中间怎么上蹿下跳，最终都要乖乖回到铁索上面去。铁索即是铁底，这是证券法的规定，是契约精神的体现，是市场博弈的必然，是常识。正因如此，我们才说：可转债是具有中国特色的，最安全的投资工具。

抱持此信念，不贪心、不恐惧、不抛弃、不放弃，你——已经立于不败之地！

## 第8节 从可转债指数看可转债业绩 ——熊市跌得少，牛市涨得不慢

“可转债的魅力在于：在安全保底的保单下，附送一张通往牛市的火车票根。请注意，不是高铁，是普快，但目的地肯定是一样的。在熊市里，它是火种；在牛市中，它是火焰。”

——知名投资人 梁恩河

股票有反映股市交易情况的股票指数，可转债同样也有反映可转债行情的可转债指数。目前中国市场上，最流行的有两个可转债指数：天相可转债指数和中信标普可转债指数。

中信标普可转债指数的编制规则是这样的：在可转债上市首日即按当日收盘价计入可转债指数，在可转债退市时将其从样本可转债中删除；样本权重采用可转债存量计算的权重，并根据上市公司公布的未转股可转债数量每季度调整一次权重；取2003年4月1日为基期，基值为1000。详情请参阅：<http://202.108.253.184/pdetail.asp?pid=A0200001756>。

天相可转债指数编制方法，则是以沪深两市所有可转债的交易价格，按发行公司公告的实际未转股规模帕氏加权计算，反映两市可转债的总体走势。基日为1999年12月30日，基值为1000点。详见：<http://www.txsec.com/txzs/search.asp?zsid=998021>。

从指数编制的规则上来看，可转债指数并不能完全反映可转债的特性。比如，新可转债上市，一律以面值100元计入指数，实际上投资者完全能以更低的价格——90元、85元买入；遭遇强制赎回或者正常退市的时候，可转债以退市价强制删除出指数，而实际上可转债的最高价更高，而且转股退市后可能股价继续一路冲高，带来更大的收益等。

即使如此，可转债指数也交出了一份优秀的投资成绩。回溯历史数据，天相可转债指数自编制11年来，截止到2011年10月17日，点位在2807.13



点；与此同时上证指数是2384点。据天相公布，其实际收益率超越同期上证综指100%以上。请注意！这是可转债，但是却大大超越了同期股指！要知道可转债是极少涨停的，而可转债指数的编制规则限定了不可能出现涨10倍的可转债——前文已经计算过，可转债连续涨停的玻璃天花板一般是：连续涨停15天，涨幅最高417.7%；连续涨停20天，最高幅度672.7%。如果超越了这个天花板，就会引发强制赎回，从而被删除出可转债指数。然而，股票动辄10倍的可是不在少数！这就等于可转债指数腿上绑了沙袋，却依然跑赢了轻装上阵的上证指数，而且是完胜！

从表1-4的数据中，可以清楚地看到可转债的特性：在2008年的熊市中，该指数跌幅远小于上证综指跌幅；在牛市中，跑得也不慢。充分体现了熊市跌得少、牛市涨不慢的特色。

表1-4 历年可转债指数涨幅对照表

时 间	上证指数涨幅	开放式偏股基金涨幅	转债指数涨幅
2004年	-19.23%	-4.60%	-4.59%
2005年	-8.33%	3.14%	5.79%
2006年	130.43%	123.35%	45.89%
2007年	96.66%	128.80%	96.36%
2008年	-65.39%	-50.97%	-39.32%
2009年	79.98%	70.69%	30.48%
2010年	-14.31%	0.23%	-10.10%
2011年上半年	2.06%	-4.63%	-0.51%

## 第9节 从兴全可转债基金看可转债投资的优秀业绩——熊市跌得很少，牛市涨得真快，最后赚得真多

“客观地讲，可转债不是一个暴利工具，但是却有可能给你带来安全的暴利。”

“可转债最重要的功能不是暴利，而是安全。在安全的前提下，给你带来较高收益率的可能……这个较高，有时候是不怎么高，有时候是比较高，有时候是相当高，但是长期来看，亏损的可能性不是没有，是极低。这个‘可能’，是大概率事件，时间越长，可能性越大。”

“可转债，是一个可以让投资者安心睡觉的投资工具。”

——兴业全球基金公司 兴全可转债基金经理 杨云

可转债指数只是机械地复制部分时段可转债的价格，并不能完全展现可转债主动投资的魅力所在。如果你觉得可转债指数跑得还不够快的话，下面介绍一个更强悍的选手。

兴全可转债基金成立于2004年5月11日，是一只以可转债为主要投资标的、独具特色的开放式基金。兴全可转债的投资经理自从成立至今，一直都是杨云，这也保证了基金投资风格的一贯性，同时也保证了投资业绩的一贯性。请看表格1-5的历史数据。

表1-5 兴全可转债与主要市场指数历年年化收益率比较表

时间	兴全可转债涨幅	上证指数涨幅	开放式偏股基金涨幅	转债指数涨幅
2004年	-3.00%	-19.23%	-4.60%	-4.59%
2005年	7.53%	-8.33%	3.14%	5.79%
2006年	71.72%	130.43%	123.35%	45.89%
2007年	113.42%	96.66%	128.80%	96.36%
2008年	-19.65%	-65.39%	-50.97%	-39.32%
2009年	35.21%	79.98%	70.69%	30.48%
2010年	7.65%	-14.31%	0.23%	-10.10%
2011年上半年	-3.12%	2.06%	-4.63%	-0.51%

备注：数据来源于兴业全球基金公司官方网站，统计日期截止到

2011年上半年。

其中请特别注意2007年和2008年，这是两个牛熊转折的重要关口：2007年是A股有史以来的最高点，这一年，可转债指数居然和上证指数仅有半步之遥——96.66%比96.36%，而兴全可转债则全面超越两个指数，高达113.42%。2008年是熊市，单边下跌。上证指数跌幅高达-65.39%，兴全可转债则只跌了-19.65%。

有人会说，可转债指数和可转债基金也不怎么牛啊，就是跌的时候少跌点，可是涨的时候还涨得少呢？每年平衡下来好像也差不多嘛！

其实大谬不然！

首先，可转债是在保底的前提下起跑的，股票指数可是会有腰斩甚至进地下室的风险！

其次，正因为如此，股票和指数让人很难长期持有。一旦暴跌，持有人往往受不了心理煎熬，卖出了。赶上牛市上涨了也没他什么事。而可转债有保底，所以敢于重仓、敢于持有！

最后，投资是个长跑，需要的是最后的收益总和。假设某年指数跌了50%，第二年如果要保本，需要指数再涨100%才能达到；而可转债如果仅仅跌了20%，那么次年仅仅需要涨25%就可以保本！而如果指数真的涨了100%，可转债只要涨50%，那么它两年的总收益就是 $(100\% - 20\%) \times (1 + 50\%) = 120\%$ 。你说，哪个更有可能胜出呢？

对比两年以来兴全可转债基金（原名：兴业可转债）和上证指数、沪深300的走势，你会有更深的体会，请看图1-1。

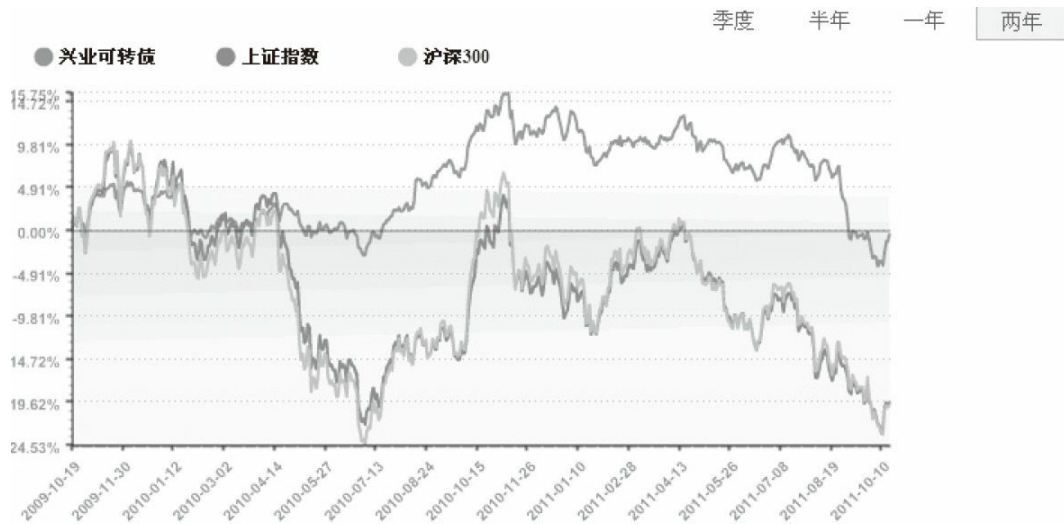


图1-1 兴全可转债、上证指数和沪深300的走势

请注意图1-1中上方的是兴业可转债，近乎重合的两条线是上证指数和沪深300指数。综观兴全可转债的业绩趋势，两个字：稳健！再看最终的两年的收益率对比，两个字：完胜！

放到更近些的时间来看，兴全可转债也不逊色。如图1-2所示是2010年10月10日到2011年10月10日以来，兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比。



图1-2 2010—2011年兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比

最后胜出的还是兴全可转债基金，它的曲线也最平缓，这说明它的波动率最小。其他三个指数，最后的收益率趋于一致，一句话：集体垫底。

接下来再看，如图1-3所示是2009年10月10日到2011年10月10日，也就是两年以来，兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比图。

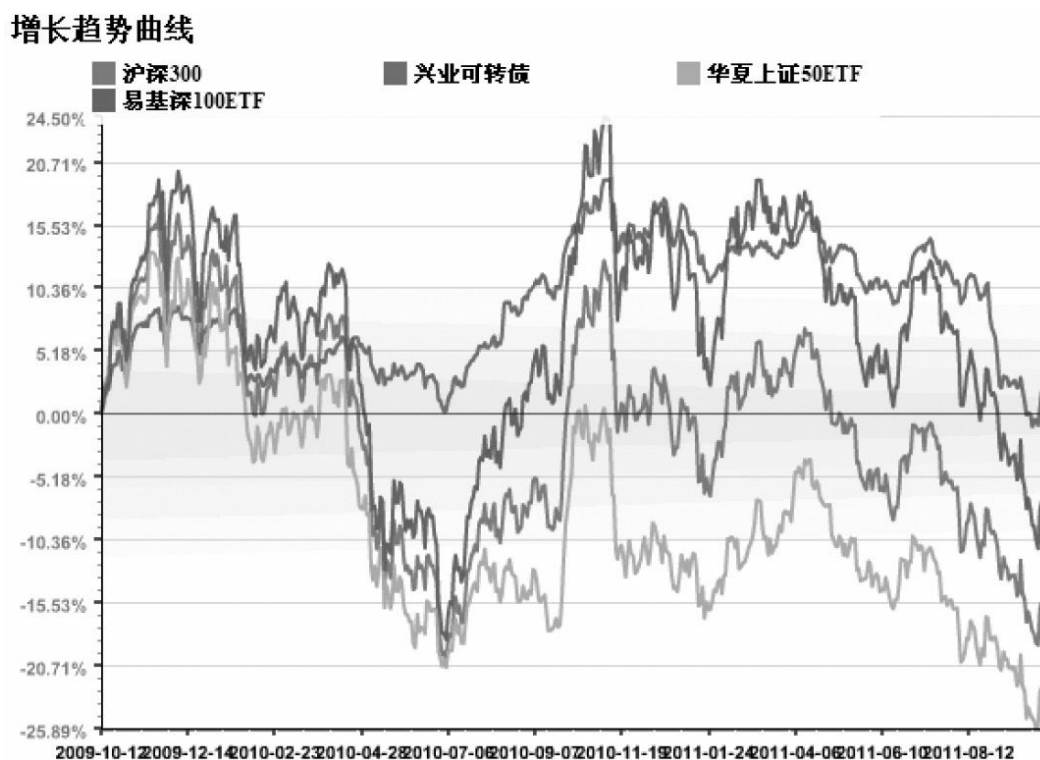


图1-3 2009—2011年兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比图

这次兴全可转债依然稳占鳌头，而且曲线依然平缓。不过指数倒也分出了高下：易方达深100ETF第二；沪深300指数第三；华夏上证50ETF敬陪末座。

然后让我们把时间再放得久远些：如图1-4所示是2008年1月1日到2011年10月10日，三年零十个月以来，兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比。

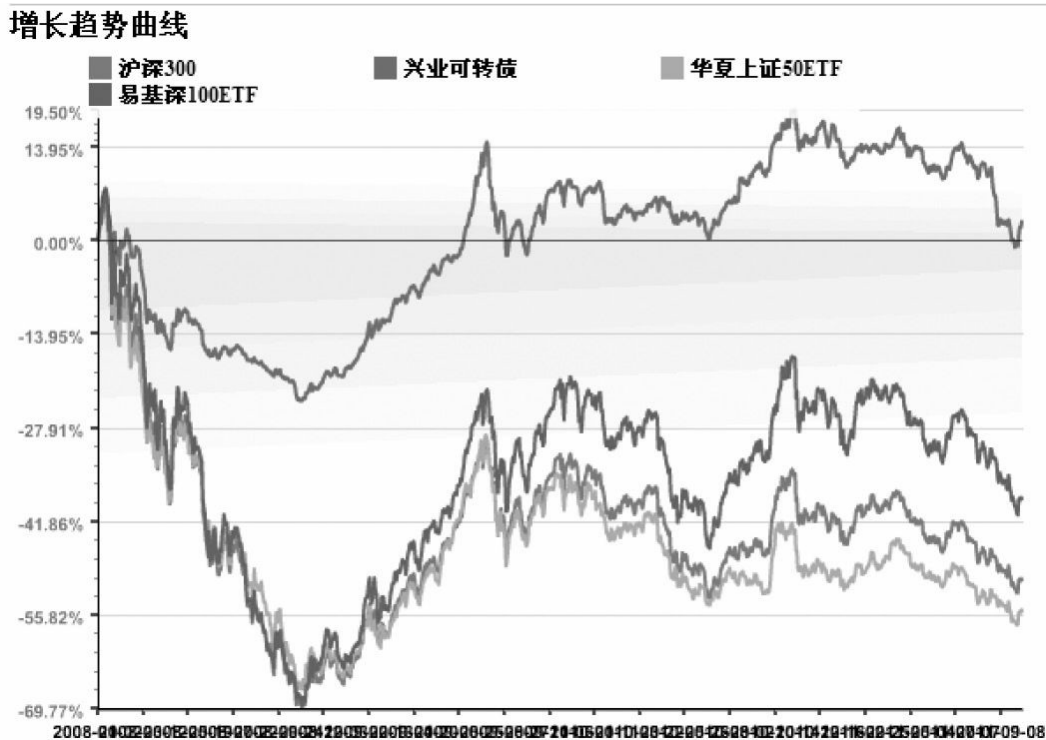


图1-4 2008—2011年兴全可转债、沪深300、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF的对比

请注意：最上方的曲线依然是寂寞的兴全可转债基金——曲线依然最平缓，成绩依然最优秀。然后依次是易方达深证100ETF、沪深300指数，垫底的还是华夏上证50ETF。

最后，来个终极大PK吧：如图1-5所示是2006年4月1日到2011年10月10日以来，长达五年零六个月时间的马拉松长跑形势图，参赛选手分别是：兴全可转债基金、沪深300指数、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF。

增长趋势曲线

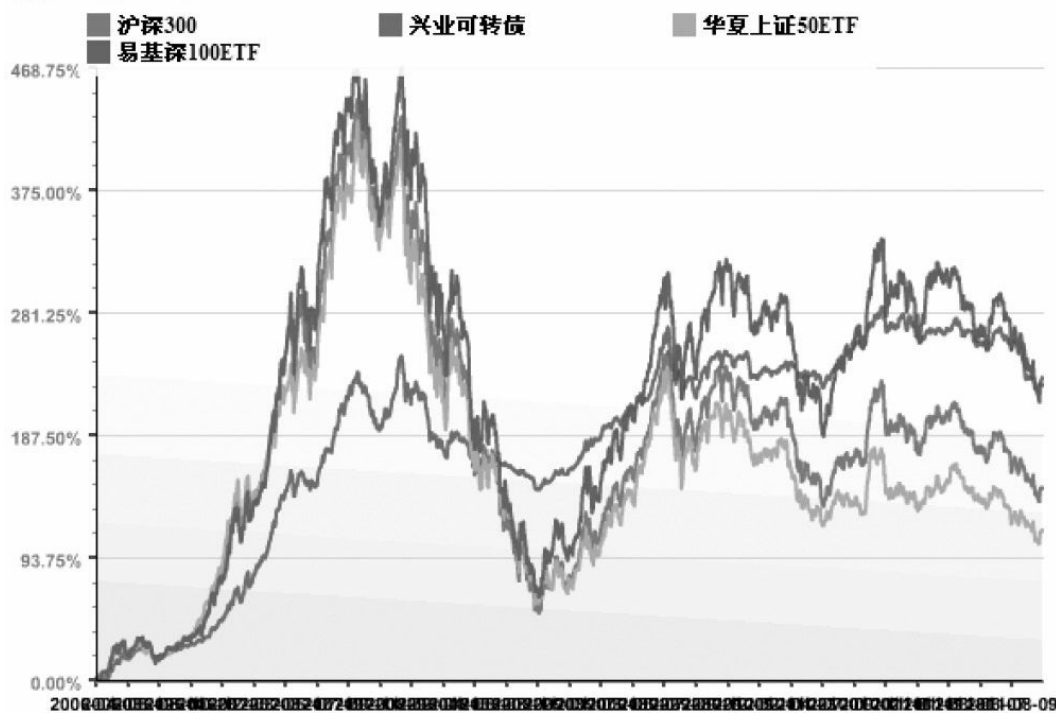


图1-5 2006—2011年兴全可转债基金、沪深300指数、华夏上证50ETF和易方达深证100ETF

这一次终于有了惊喜：虽然最终依然还是兴全可转债小胜一筹，但是易方达深证100ETF已经与它几乎并驾齐驱；沪深300指数遥遥在后；华夏上证50ETF以龟速垫底。

小知识：为什么不从兴全转债基金2004年5月11日成立时开始比较？因为华夏上证50ETF 2004年12月30日成立，而易方达深证100ETF基金2006年3月24日才成立。2006年4月1日是比较公正的。

为什么要用这么久远的业绩比较呢？因为这张图最能体现可转债的特性。

显然，可转债并不是刘翔，它的短跑能力不是差，那是相当差！到时间轴的前四分之一时，三个指数已经远远地跑赢它——差距几乎是一倍！

——这时候，是**2006**年和**2007**年的大牛市。在牛市中，什么也跑不

赢指数和指数基金！

然而到了四分之二程的时候，可转债开始发力，一个漂亮的熊市弯道超车后，半程时分已经开始领跑。三个指数选手开始有点力不从心了。

——这时候，是**2008**年的大熊市。熊市里面，傻子都能跑得赢指数和指数基金……

接下来，是反弹和震荡。指数如波浪，一会儿在海面上兴风作浪，一会儿在海面下暗流汹涌，只有可转债基金在海平面不疾不徐地深呼吸。然后，时间到，上岸，小胜，名次：第一……

——这时候，是长达数年的反弹市、震荡市、补跌市的混合体。然而无论风吹浪打，可转债不为所动，依然我行我素：走自己的**K**线，让持有的人数钱去吧！

一切语言都是苍白的，可转债无言，数据已经说明了一切。



# 第10节 到哪里买卖可转债，手续方便吗

“对于价值投资者来说，投资的简单犹如你看到地上无人理会的黄金，伸手把它捡起来而已。”

——著名投资大师 巴菲特的合伙人 查理·芒格

喔，这是个简单的问题，答案是：非常简单。

只要投资者拥有沪深A股的证券投资账户，就可以马上买卖可转债。如果没有，那么马上去证券公司开一个吧，不会比去银行办个新银行卡复杂。

可转债买卖的流程和习惯完全等同于普通的股票和企业债券买卖，非常简单。

例如，用证券交易软件买入中行可转债，只需在“证券代码”中填写中行可转债的代码“113001”；然后选择买入价格，比如“94.52”；再填写买入数量即可。

请注意：可转债的面值是每张100元，以10张为一个最低交易单位，称为“一手”，一手等于1000元。因此，5000元资金最多可以买“50张”。如图1-6所示。

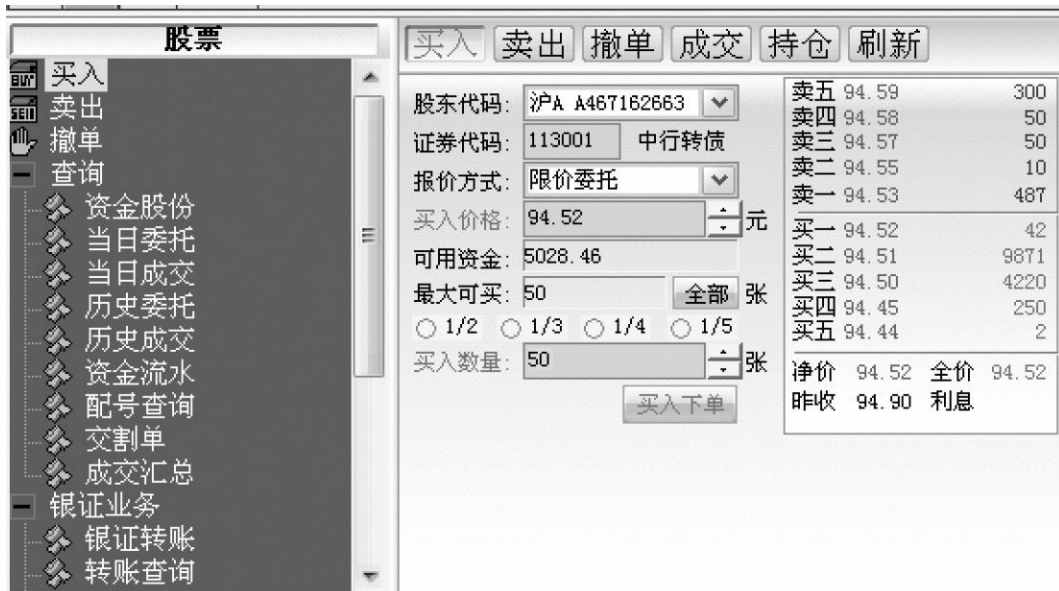


图1-6 买入可转债

同样，卖出可转债时也要以“一手”即1000元为交易单位。如图1-7所示。

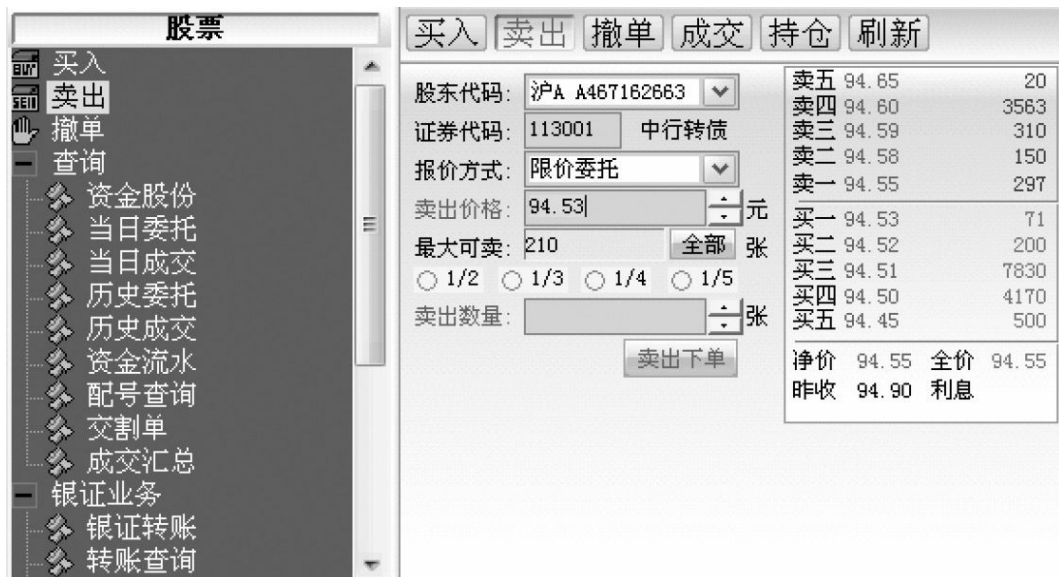


图1-7 卖出可转债

当然，可转债的即时行情也可以通过证券行情软件，像看股票一样实时查看图形和曲线，并根据历史数据和指标进行研究和分析。如图1-8和图1-9所示。

常用的“大智慧”、“同花顺”等证券分析软件，都依然可以在可转债交易中畅通无阻。同样，股民朋友们经常使用的“F10键”看基本资料、“F12”键进入交易、“F6键”进入自选股等操作习惯也是完全一样的。

小提示：

可转债和普通的企业债券交易价格略有不同。可转债是到期付息，不是每日计息，因此不像普通企业债券那样还有净价和全价之分。从这个角度讲，可转债的交易特性更像是股票，而不是企业债。

对于普通可转债投资者来说，这样更直观、更简单，省去了烦琐的实时利息计算。

需要注意的是，到目前为止，个人投资可转债的利息还是要交税的。虽然可转债的个人所得税已经很低，1%~2.75%左右，但是到了付息日，仍然要扣掉20%的利息税。尽管如此，由于利率本来就不高，像普通企业债那样频繁地进行避税买卖就没有多大必要了。

当然，作为普通的可转债投资人，还是诚恳地呼吁证监会能够免除这个鸡肋的个人所得税，鼓励更多的投资人进入这个安全的投资品市场，促进可转债市场的进一步繁荣，让上市公司能够更有效率地融资，进而促进经营发展，并给予投资人更高的回报。

L 113001 中行转债			
105.0	委比	61.50%	委差 5146
101.52	卖⑤	94.66	1000
100.0	卖④	94.65	20
	卖③	94.64	10
97.50	卖②	94.60	481
95.00	卖①	94.59	100
	买①	94.57	10
92.50	买②	94.56	403
90.00	买③	94.55	3674
	买④	94.53	300
	买⑤	94.52	2370
100.0	现价	94.60	今开 94.52
50.00	涨跌	-0.30	最高 94.89
	涨幅	-0.32%	最低 94.30
	总量	77681	量比 9.34
0.00	外盘	44461	内盘 33220
	换手	0.00%	股本 0万
	净资	0.00	流通 0万
日线	收益	0.000000(%)	
	+	-	0
	笔	价	细 盘 势 指 值 筹

图1-8 实时查看可转债

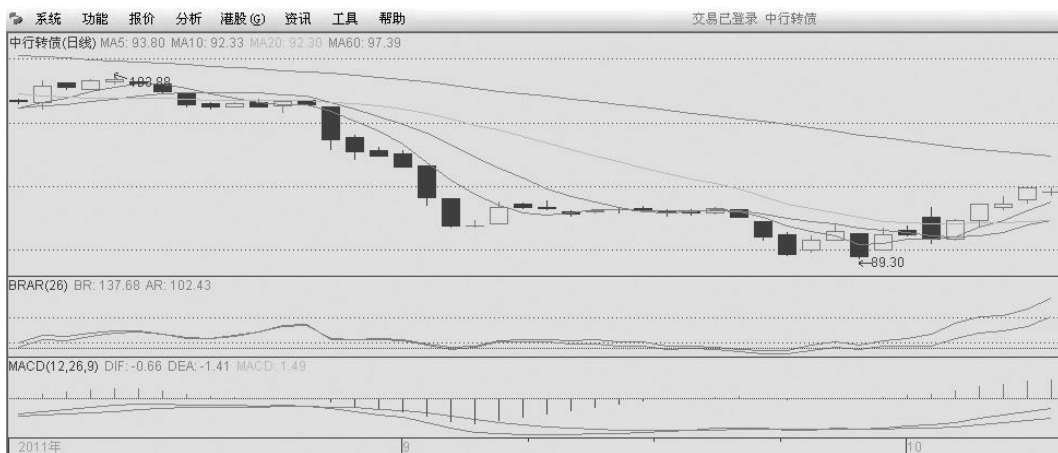


图1-9 实时查看曲线



---

## 第2章 人生转债如初见 犹抱琵琶半遮面——雾里看花透视可转债

---

这一章，是可转债的升级篇。

转债是一个复杂的综合体，我们将抽出可转债合同中的具体条款来进一步条分缕析。“要想知道梨子的滋味，最好先尝一尝。”本文将从可转债的多个有机组成部分中取精用弘，撷取最重要的几个概念做详细讲解，并结合市场上正在交易的几个可转债举例说明。了解了这些重要概念，投资者就可以挥舞这个利器在投资市场上游刃有余。

### 本章要点集萃

- 转债的四大要素：转股价、强制赎回条款、下调转股价条款、回售条款。
- “转股价是可转债一颗活生生跳动的的心脏。它能决定可转债是健康的、病态的、恐惧的还是疯狂的，甚至是精神病或是植物人。”
- 向下修正转股价，上市公司随时能把陷入泥泞的可转债轻松拉出来，立竿见影……
- “强制赎回的公告，是胜利的号角，是节日的礼花，是感恩节的空气，是麻辣香锅的酣畅淋漓，是整部进行曲的最高潮。”
- “可转债的回售保护条款，是政府附送持有人的一张特别保险单。”

- 有了“回售”这个保护伞，“狼吃羊”的惨剧就更有可能变成“喜羊羊和灰太狼”，起码，“小羊”更安全了。
- 可转债是复杂的，又是简单的，可转债的投资人是幸福的。
- 抓住四大指标，纲举目张，不到五分钟你就能看懂一只可转债。
- 看懂一个可转债的说明书，并不比看一封情书更有难度。
- 股市，没有人道主义的光辉在闪耀，只有胜负输赢的转盘在轮回。
- 可转债投资想要做到百发百中，还需要熟读发行公告或者募集说明书上的所有文字，至少10遍，越多越好。
- 下调转股价是上市公司“有权”，强制赎回是上市公司“有权”，“回售”是持有人“有权”。“有权”代表是一种权利，而不是义务，可以行使，也可以放弃行使。

# 第11节 从头到脚谈转债——可转债的四大要素

“弄清楚可转债的转股、回售和强制赎回条款，基本上你就可以参加基金经理的鸡尾酒会了……事实上，他们懂得的未必比这个更多些。”

——香港某大型私募债券基金经理人 谢衍东

可转债的重要条款全部包含在可转债发行时公布的募集说明书或者发行合同中，想详细了解的投资者，可以到上证交易所和深圳交易所的官方网站上去查阅，一般都是下载一个PDF文档，往往还附有一个更简单的“募集说明书摘要”，便于快速查阅。

可转债的种种条款看起来很多、很复杂，但其实也简单。除去大量解释性文字和官样文章，浓缩之后大概也就一页，读者只要记住四个最重要的要素就行了，它们分别是：

- ① 转股价；
- ② 回售条款；
- ③ 强制赎回条款（有的说明书里叫做“有条件赎回条款”，措词温和些。）；
- ④ 下调转股价条款（有的说明书里叫做“转股价格向下修正条款”）。

至于其他条款，不是无关紧要的，而是没有以上这几个指标和条款对于投资的指导意义那么重大，如果读者有兴趣对可转债做深入了解的话，不妨参照可转债的募集说明书仔细阅读学习，我们在下面的章节当中，也会做进一步的针对性介绍。

表2-1中列出了一些可以查阅可转债详细上市募集说明书的地方，仅供



参考学习。

表2-1 可转债详细上市募集说明书列表

网站名称	网站地址	备注
上海证券交易所官方网站	<a href="http://www.sse.com.cn/">http://www.sse.com.cn/</a>	在上海证券交易所上市的可转债，在此公布发行公告和相关信息
深圳证券交易所官方网站	<a href="http://www.szse.cn/">http://www.szse.cn/</a> <a href="http://www.szse.com.cn/">http://www.szse.com.cn/</a>	在深圳证券交易所上市的可转债，在此公布发行公告和相关信息
巨潮资讯网	<a href="http://www.cninfo.com.cn/">http://www.cninfo.com.cn/</a>	主要是公布和跟踪深圳证券交易所上市的股票和债券信息
【推荐】集思录	<a href="http://www.jisilu.cn">http://www.jisilu.cn</a>	专业的低风险投资网站，公告和数据齐全，有安道全数据，第一推荐

好了，现在正式开始我们的可转债专业之旅了，Let's go now！

# 第12节 4个指标透视可转债之转股价——转债定盘星

“转股价是可转债的一颗活生生跳动的的心脏。它能决定可转债是健康的、病态的、恐惧的还是疯狂的，甚至是精神病或者植物人。”

——可转债投资网友箴言

可转债最大的特色就在于“可转换”为股票，所以以什么样的价格转换成股票，无疑是最重要的指标。

那么转股价是如何确定的呢？

站在投资者的角度讲，转股价肯定是越低越好。假设股价现在是10元，当转股价设定为9元，等于9折买股票，何乐而不为？就算转股价是10元，虽然等于市价购买股票，但是在五年内可以保底，上涨却不封顶，要比股票安全多了，肯定也是愿意的。

反之站在发行方的角度，就不乐意了。五年内股票上涨的概率还是很大的，如果定得这么低，万一股票大涨了，比如一年内到了15元，投资者用10元买了岂不是让公司很亏？

好在中国有证监会审核制度，为了杜绝这种情况的发生，维护可转债双方的利益，为此出台了一系列的政策，目前基本都是按照下面这个规定来确定转股价的：

“以本可转债募集说明书公告日前**20**个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价二者之间的较高者。”

（当然，不排除有部分例外的，多是早期发行的可转债或者特殊时期发

行的可转债。) )

例如，某公司意图发行可转债，它的可转债募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价为9.5元（即前20个交易日收盘价加起来除以20天），到了公告日前一交易日公司股票交易均价为10元，那么转股价就择高定为10元；如果20日均价为9.5元，前一日均价跌为9元，那么择高转股价定为9.5元。

看起来很美是吗？马上就能买到和场内股价差不多，但是却有五年保底功能的可转债了，万一买了就大涨，多好啊！

上市公司不是傻子，傻子也不可能做到公司上市。如果投资者真要这样想的话，无良的上市公司完全可以这样来屠杀投资者：

- 首先在发行可转债前20日尽量打压股价，使得股价尽量很低；
- 发行后，马上放出大量好消息刺激股价大涨，造成强制转股的条件，促使大量可转债持有人大量转股；
- 转股完毕后，马上打回原形，股价下跌，反正可转债的钱拿到手里了，股价与我何关乎？

这是活生生的一幅《债民吁天图》啊.....

好在证监会里面不乏精英，这个问题他们同样也考虑到了，为了达到专款专用——可转债只能是给上市公司提供低息贷款+融资功能，不能作为侵害债权人利益的武器——他们祭出了杀手锏：转股期！

转股期是指债券持有人可以将发行人的债券转换为发行人股票的起始日至结束日。

转股期是转股价的附属品，它规定了可转债发行上市以后，必须过了一定的时间才能进行转换股票的行为。这就等于限定了以上情况的发生，促使企业借到钱以后尽量用在生产上，而不是用来操纵股价牟取暴利。

例如，国电电力可转债的转股期为：本次可转债转股期自发行结束之日

起满六个月后的第一个交易日起至到期日止。也就是六个月之后才能转股，在此六个月内就算股价飞涨上天也不能转换股票。

### 套利小锦囊

值得需要特别指出的是：上市公司为了自己的利益，往往在可转债募集说明书公告日前的一段时间，尽量放出利好刺激股价上升。这样可以将转股价的门槛定得高一些，未来转股的时候可以融到更多的钱。所以，擅长做短线的投资者可以利用这个机会适当参与博弈，进行套利。

不过，这种套利是比较脆弱的，上市公司虽有拉抬股价的动力，但往往是动用利好而不是真金白银，具体成功与否还要看大市是否配合。

转股价不是一成不变的，在正式发行之后，当上市公司因送红股、转增股本、增发新股或配股、派息等情况（不包括因可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按照一定的规则和公式，进行转股价格的调整。

虽然各个可转债的调整其公司和规则不尽相同，但相差不大。例如，深圳机场可转债转股价格的调整方法及计算公式如下。

送股或转增股本： $P=P_0/(1+n)$ ;

增发新股或配股： $P=(P_0+A \times k)/(1+k)$ ;

两项同时进行： $P=(P_0+A \times k)/(1+n+k)$ ;

派息： $P=P_0-D$ ;

上述三项同时进行： $P=(P_0-D+A \times k)/(1+n+k)$ 。

其中： $P_0$ 为初始转股价， $n$ 为送股率， $k$ 为增发新股或配股率， $A$ 为增发新股价或配股价， $D$ 为每股派息， $P$ 为调整后转股价。

当本公司出现上述股份或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。

有兴趣的读者可以自行查阅具体可转债的募集说明书，并根据其公式和规则学习。但是一般来说，上市公司会自行计算后自动调整，并在媒体上公告。投资者只要留意就行了。

转股价，可以说是可转债最重要的元素，几乎其他所有的条款和投资行为都以它为准绳。当转股价低于股票市场价的时候，等于可以低价买入股票，所以可转债的价格就会上涨并维持在面值100元以上；当转股价高于股票市场价时，等于高价买入股票，不值得，所以可转债价格下跌，向面值靠拢甚至跌破100元。

因此，形象地说，转股价就是可转债价格这杆秤的定盘星。

# 第13节 4个指标透视可转债之向下修正转股价条款——可转债的起重机

“有了向下修正转股价条款，上市公司随时能把陷入泥泞的可转债价格轻松拉出来，而且立竿见影，效果比打一针兴奋剂还管用。”

“下调转股价100%能立刻拉升可转债价格。下调不是问题，问题是想不想下调。”

——可转债投资网友箴言

了解了转股价，就更有必要了解和转股价息息相关的转股价下调条款。

假设碰到极端情况，在发行可转债以后，股市节节下跌，上市公司股票也是掉头向下，已经远远低于转股价，可转债基本已经毫无转股价值，怎么办？

——还好不会成为废纸，起码可以到期拿到100元本金，外加少少的利息。

有的股民知足：大熊市起码一分钱不亏，不亏就是占大便宜啊，知足是福。

但是有人不知足，这个“有人”还不是别人，正是可转债的发行公司！

股市长熊，转股价太高，没人转股，等于上市公司以超低利息白借了可转债持有人五六年的钱，而银行五六年的贷款年利率高达6.90%~7.05%，这还是官方价格，想贷款还未必能贷得到！现在以每年0.5%~2.x%的利率借到钱，上市公司还不乐疯了？

问题是：上市公司没有乐疯，而是穷疯了，他们连本钱也不想还！

人心，没有最贪婪，只有更贪婪。可转债等于投资者借给上市公司100元钱，每年他还你5毛到2元不等的利息（还是税前，得交国家20%的个人所

得税），白用了五年，然后到期把100元钱还给你也就是了。可是上市公司都不是省油的灯，他们的如意算盘是：

“还什么钱啊？干脆，你当我的股东吧，我赚了不等于你赚了吗？（我要是赔了呢，当然你也得跟我一起赔……不过这话我就不和你说了。）”

“天下熙熙，皆为利来；天下攘攘，皆为利往。”站在上市公司的角度来讲，其实也无可厚非。公司的发展壮大，处处都需要资本的支持，能够低息借到钱固然是好，但是到期了，还要把好不容易借到手的一大笔钱还回去，舍不得。如果能让借款人变成公司的股东，就等于把借到手里的钱变成了公司自己的钱，不仅不用还了，还可以直接投入在企业经营上（甚至其他任意用途），这在资本严重紧缺的中国市场，是何等的美事啊！

正是基于“把债主变成股东”的伟大动力，上市公司在募集说明书中会提出“下调转股价条款”，又名“向下修正转股价条款”。

“下调转股价条款”的基本思想是：

假如上市公司的股票市场价，在一定的时间段内，低于设定的一个阈值，那么上市公司有权在一定的条件下下调转股价。下调修正后的转股价格一般应不低于一个特定日期前20个交易日内该公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

概念比较绕弯子，现在直截了当地看一个例子。

深圳机场可转债募集说明书中的“转股价格向下修正条款”

（1）修正权限与修正幅度

在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续20个交易日中有10个交

易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议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，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日本公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。若在前述20个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

## （2）修正程序

如本公司决定向下修正转股价格时，本公司将在中国证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

请注意文中带下画线的部分，这是下调转股价实行的关键。

“当本公司股票在任意连续20个交易日中有10个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时”，也就是说，比如现在深圳机场可转债的转股价是5.66元，如果深圳机场股票价格在任意连续20个交易日内有10个交易日低于5.66元的80%，也就是4.81元，那么公司“有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决……方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施……转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日本公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。”

可见，通过“向下修正股价条款”，上市公司可以合法地通过适时下调转股价，降低持有人转股的门槛，促进持有人转股，把持有人牢牢绑定在自己



的马车上。

而下调转股价，确实能把转股获利的可能性大大增加了，往往会立竿见影地刺激可转债的市场价格应声而涨，从而给持有人带来套利机会。

需要注意的是，向下修正转股价条款带有很多附加限制条件，如“有权提出调整”说明仅是“权利”而不是“义务”；提交股东大会能否通过还需要一定的票数；就算是实施了，具体下调到哪里也有限制；此外，有的可转债进入转股期后才能向下修正，也需留心。

## 第14节 4个指标透视可转债之强制赎回条款——可转债的玻璃天花板

“强制赎回的公告，是胜利的号角，是节日的礼花，是感恩节的空气，是麻辣香锅的酣畅淋漓，是整部进行曲的最高潮。”

“强制赎回，是一个童话的‘The End’，是另一个童话的序幕。”

“每一次强制赎回，都伴随着胜利者清扫战场时的快乐、充足和成就感。”

——可转债投资网友妙语录

“强制赎回条款”，乍一看很吓人，其实却是可转债募集说明书里最美妙的一个条款。每次看到这一条款的文字时，资深可转债投资人眼里都会泛起异样的神采，耳边响起货币叮当作响的声音，仿佛一个老人又想起少年时一段得意的往事。

为什么？

因为“强制赎回”的发生，往往伴随着“胜利大逃亡”，携带细软满载而归的成就感。

有意思的是，“强制赎回”不但是可转债持有人喜闻乐见的事，可转债发行公司也表示十二万分的欢迎，大有出门放几个礼花的意思。

原因在于：“强制赎回”一旦发生，表示可转债初始持有人至少赚了30%以上的利润，上不封顶，而且可以马上拿钱走人；同时，可转债的发行公司成功地把所有借款合法地“据为己有”，把所有的“债主”一网打尽变成了自己的“股东”。

皆大欢喜，何乐而不为！

这到底是怎么一回事呢？

这就要说到“强制赎回条款”的本质。

上文曾经说过，可转债发行公司的终极目的，是让可转债持有人全部转股，从“债主”变成“股东”。怎样才能做到这点？当然是让股票的市场价大大高于转股价，这样持有人等于能以低价买到股票然后以高价在市场中卖出，从而赚得其中的高额差价。

问题是，如果股票市场价格已经远远高于转股价了，还是有人愿意持有可转债，不愿意转股怎么办？比如转股价是10元，股票价格已经15元、20元了，依然有人出于安全的考虑——毕竟可转债有保底嘛！或者出于继续看好股票长线表现的原因——反正都是长期持有，干脆拿个有保底的多好？这样一来，上市公司就达不到变“债主”为“股东”的战略目的了。因此，就祭出了“强制赎回”这件不二法宝。

“强制赎回条款”的基本思想是：

在可转债转股期内，如果本公司股票市场价格在一定的时间段内，高于设定的一个阈值（一般是当期转股价的130%），那么上市公司有权按照略高于可转债面值的一个约定赎回价格（一般是103元）赎回全部或部分未转股的可转债。

简而言之，股价已经远远超过约定转股价，您已经赚到了，赶快转股吧！否则我就以低价赎回！要么您在市场上赚30%以上（转股或者卖出可转债），要么以103元卖给我，二选一！

概念不好懂，我们还是以一个具体例子来讲一下。还是以深圳机场可转债为例。

深圳机场可转债“强制赎回条款”（说明书中称为“有条件赎回条款”）

在本可转债转股期内，如果本公司股票任意连续30个交易日中至少有20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），本公司有权按照债券面值的103%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。

任一计息年度本公司在赎回条件首次满足后可以进行赎回，首次不实施赎回的，该计息年度不应再行使赎回权。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

上文中带下画线的部分为“强制赎回条款”中的重点部分。

举例来说，深圳机场可转债的约定转股价目前是5.66元，假设在进入转股期后，“如果本公司股票任意连续30个交易日中至少有20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），”，即深圳机场的股价如果30个交易日中有20个以上的交易日超过了 $5.66\text{元} \times 130\% = 7.358\text{元}$ ，那么“本公司有权按照债券面值的103%（含当期计息年度利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债”。

也就是说，当深圳机场的股价30天里有20天（特指交易日）超过了7.36元——无论是7.4元、8元、9元、10元，还是中间有一两天掉下了7.35元，只要满足条件，就触发了“强制赎回条款”。上市公司会马上发布公告，提醒投资者尽快转股，否则过了这个约定的强制赎回期，交易系统会自动把没有转股的可转债以103元的价格买回来！

一边是可转债价格飙升到130元以上（上不封顶，视当时股票市价超过转股价的幅度而定，一般来说，股价维持在转股价的130%，可转债的价格肯定上140元了）；一边是103元被到期自动赎回。换言之，是马上拿了140元以上的现金走人，还是傻乎乎只卖103元走人？

正常的人基本都会选择前者：换股，或者卖出可转债，拿140元以上胜利大撤退！

这样一来，上市公司的目的同样成功达到，大家纷纷转股，可转债退市，胜利大撤退！

情况基本就是如此。

现在完全可以理解可转债投资人对“强制赎回”的诸多溢美之词了吧？

值得一提的是，满足“强制赎回”条件以后，也不用开什么股东大会投票批准了，上市公司直接就能发布公告实施赎回。而前面讲过，“下调转股价条款”必须要经过重重手续、道道关口才能放行，由此可以看到上市公司对这两个条款爱憎分明啊！

非常可惜的是，过去在可转债强制赎回发生后，确实有极少数投资人出于种种原因忘记了、错过了或者根本不知道——居然没有转股，到期后被自动强制赎回。明明当时可以用200元的市场价卖出，结果却只得了103元，真是欲哭无泪，命苦不能怨政府啊！

“强制赎回条款”，等于是可转债的一个玻璃天花板，美丽、透明而又吹弹得破。一旦被突破，持有人乘坐的将是一趟通往天堂的直达电梯。只是，手中有车票，心中更要有车票，千万不要粗心错过了这一班，过后不补哦！亲！

# 第15节 4个指标透视可转债之回售条款——可转债的保护伞

“可转债的特别回售保护条款，是政府附送持有人的一张特别保险单。”

——《费城投资者论坛报》记者 安可莉芙·哈依比

“我不喜欢回售保护，它让投资可转债变得更‘保险’、更‘安全’，但同时失去了坐过山车的快感，以及做对了方向的暴利。投资，本来就应该是风险和收益成正比的。”

——台湾债券投资人 吴轶群

让我们谈谈最后一个要素——回售条款。

前面讲过，可转债是保底的，原因就在于它是一个特殊的“债”，具有债性。不管市场多么变化莫测，只要持有到期，就有本金和小小的利息可拿。

但是理智地分析，还是有点风险的。虽然到期了肯定能回本，但是这五六年中间，假如一直碰上大熊市怎么办？

有的读者举手回答：“是大熊市，那才好啊！股价会飞流直下三千尺，迅速击穿‘下调转股价’规定的临界点，时间一长，上市公司出于自己的利益考虑只能下调转股价，从而促进可转债价格和价值的双双上升。”

很好，这位读者是个好好听讲的好学生，会活学活用上两讲的上课内容，下课以后请到教务处领两朵小红花。

小红花你可以领，但是进了股市要是这样思考问题，钱会照样赔。老师可以给你高分，但是股市没有高考录取分数线，既不相信眼泪，也不相信高分。

请严重注意：“下调转股价条款”中规定上市公司只是“有权”提出向下修正转股价的方案，并交股东大会批准，批准以后才能真正实行。

换言之，“下调转股价”是一种权利，而不是义务。上市公司可以使用这个权利，也可以不使用这个权利！

就算是迫于社会舆论和公众形象的压力，上市公司不得不履行这个权利的话，还是有重重的幕后操作可以让他们暗度陈仓、上下其手。

请再次拜读可转债募集说明书中的标准说辞：

“……（当满足向下修正转股价的条件后），公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议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，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。”

这就是传说中的“后门”。于是，形形色色围绕利益的精彩表演一幕幕在此上演。

上市公司确实提出了向下修正转股价的提案，但是到了股东大会表决时，却可以想方设法否决掉提案！

在中国股市中，可以看到“河钢转债”（原名“唐钢转债”）可笑的一幕：河北钢铁可转债的转股价是9.36元，而股票价格却长期流窜在4元上下！这就是一个活生生的例子。

某些无良上市公司的考虑是这样的：反正是低息借款，每年利息只有1%左右，我还还得起。我可以一直赖着不下调转股价，只要到了最后一年，我一下子调整到位不就行了？只要调整得比当时股价低一些，然后放利

好拉升正股价格到转股价的130%，维持一段时间，触发“强制赎回”促成转股不就可以了吗？

这也不怪他们算盘打得太精，上市公司毕竟也要为自己的利益最大化打算。假设遇到股价触发“向下修正转股价”条款，就马上如约下调；结果刚刚下调不久遇到牛市怎么办？虽然很快就能达到“强制赎回”的规定造成强制转股成功，但毕竟是以更低的价格出让了公司的股票，对公司来讲是吃亏的。

比如，某公司发行的可转债转股价是10元，结果因为股市不好，股价很快跌破了下调转股价的条件，所以公司如约下调转股价到7.5元；次年因市况不好，再次跌破下调转股价的条件，于是又下调了转股价到5元。然而，不久就碰上了久违的牛市，股价很快就突破了5元的130%，即强制赎回价6.5元，甚至直达13元以上！

结果可想而知，大家纷纷转股，等于用5元以下的价格（因为持有的成本不同）买入了公司股票。也就是说，上市公司把自己的部分股份，以5元的价格卖给了投资者。

假如上市公司当初坚持不修改转股价呢？那么，现在他就可以以最低10元的价格（原转股价）卖给投资者。如果他仅仅少下调一次转股价，也就是转股价设为7.5元的话，那么他等于以每股7.5元的价格卖给了投资者！

5元，7.5元，10元。

如果一共融资一千万股，那就是5000万元，7500万元和1亿元的区别。

作为上市公司的董事长，您愿意用哪种价格卖给投资人呢？

因此，站在纯经济学的立场上，不得不承认：上市公司遇到熊市尽量拖着不下调转股价，以待牛市的来临以高价卖出，从而融到更多的资本——这个做法是很“经济”的。

反之，站在投资人的角度，这个做法是很不人道的，简直是毫无人性、无耻之尤。



但这就是股市，没有人道主义的光辉在闪耀，只有胜负输赢的转盘在轮回。

就像真实的丛林和草原法则，有小白兔、小羚羊和小梅花鹿，就有大灰狼和大老虎。每个动物都认为自己的生活是正确的，每个动物都为了自己的肚子在奔忙，每天也总有某些动物要死去。然而，这就是大自然。更残酷的事实是：即使是上帝，也只能旁观……

好在，中国的股市“上帝”——证监会没有旁观。非但没有旁观，还派来了“天使”。这就是可转债的“回售保护条款”。

回售保护条款的核心思想是这样的：

在可转债存续的一定时间内，如果公司股票收盘价在N个交易日低于当期转股价格的一个阈值（这个阈值一般要低于向下修正转股价）时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%或面值100元+当期计息年度利息回售给本公司。任一计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，但若首次不实施回售的，则该计息年度不应再行使回售权。

不得不说，可转债的规则制定者中，真有人啊！

如果还是不明白，不妨仍然以一个具体可转债举例分析，这次出场的依然是我们的老朋友——深圳机场可转债。

深圳机场可转债募集说明书的“回售保护条款（原文是“有条件回售条款”）

在本可转债最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%（含当期计息年度利息）回售给本公司。任一计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，但若首次不实施回售的，则该计息年度不应再行使回售权。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

这就意味着，假设深圳机场的股票价格达到了下调转股价的触发条件——在任意连续20个交易日中有10个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%，即转股价 $5.66\text{元} \times 85\% = 4.81\text{元}$ 时——深圳机场公司没有提出下调转股价，或者提出了下调转股价提案但被股东大会否决了（纯属举例，请勿当真），持有人该怎么办？

答案是：没法办。这是合法的！

然而事情还没完！这时候，如果股市继续低迷不振，深圳机场公司也没有什么救市措施的话，股票和可转债会双双继续下跌。

当深圳机场的股票下跌达到了“回售保护条款”的触发条件：公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，也就是 $5.66\text{元} \times 70\% = 3.96\text{元}$ 时，转机出现了！如果上市公司继续无所作为，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%（含当期计息年度利息）回售给本公司！公司股价跌得再惨，持有人也能拿回103元来；如果是在100元以下买的可转债，还能稳稳小赚一些！

请注意：这里可是可转债持有人“有权”了，立即执行，无需什么股东大会批准！

这就意味着，如果走到这个地步，上市公司会将全部已经借到的钱，归还给持有人，自己的超低息五六年借款计划提前终止，“债主变股东”一分钱都不还的转股融资大计也算是彻底流产了！

基本上，所有的上市公司都不愿意面对这样的结果，早知如此，何必当初花费那么多的人力物力去发行什么可转债呢？那可是一个漫长而又复杂的精密工程啊！

所以，所有的上市公司都会在回售价触发之前采取行动，要么拉抬股价，要么主动下调转股价，尽量远离回售保护区，起码保证当年不触发。回售价也就自然成了一个保底价。

当然，也有极少数公司高管，不知道是不是高端白酒喝多了还是其他身体原因，在回售保护区玩低空走钢丝表演，操纵股价走了火，结果被持有人大量回售，到手的鸡蛋砸在自己手里，真是“周郎妙计安天下，赔了夫人又折兵”，沦为整个市场的笑柄。

应该诚恳地承认，想玩火的上市公司是极少数的。但是极少，并不代表没有。在利益最大化的巨大诱惑下，唐钢股份、澄星股份、双良节能等公司都曾陆续飞蛾扑火。“回售保护条款”的出现，就是把“极少数”尽量变为零的一种充满善意的努力。

100元已经是可转债的安全底线，而回售又把它提高了：103元（或100元+当期利息）。

有了保护伞，“狼吃羊”的惨剧更有可能变成“喜羊羊和灰太狼”，起码，小羊更安全了。

# 第16节 解剖课：五分钟看懂一只可转债

“看一只可转债的合同并不比看一封情书有什么难度，通篇基本是官样文章，只是后者要说明的是‘我要给你什么’和‘我爱你’；前者则是‘我要借你钱’和‘快掏钱吧！’”

——美国私募基金经理人 安德里西斯·费舍尔

OH！费舍尔先生看起来肯定不是一个浪漫的基金经理，也许他在爱情里受过伤害……

不过无论如何，费舍尔说对了一个事实，那就是可转债合同中雷同的东西和官样文章比较多，投资者大可以一目十行，把重要的东西挑出来就行。

什么是重要的东西呢？四大要素啊！

事实上，只要准确抓住四大要素，所谓纲举目张，不到五分钟你就能看懂一只可转债。

现在不妨让我们试一试，以国电电力可转债为例。

国电电力可转债的募集说明书很长，好在还有更短的募集说明书摘要，有兴趣的读者可以下载下来先行阅读。

该文档是个标准的PDF文件，可以在网上很多地方找到，比如上海证券交易所的官方网站肯定有。如果读者懒得找，可以在鼎级理财网如下链接处下载：

<http://www.toplicai.net/uploadfile/2011/0816/20110816095704820.pdf>

该文档有476 745字节，尽管是摘要，也有40页之多，现在我们需要把它的精华浓缩到一页上。

OK，一个要素一个要素地来！

①转股价（在国电可转债说明书摘要中的“13. 转股价格的确定”）：

原文：“本次可转债的初始转股价格为2.67元/股，不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价。”

②强制赎回条款（国电可转债说明书摘要中叫做“提前赎回条款A”）：

原文：“A. 在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）；”

③下调转股价条款（国电可转债说明书摘要中叫做“转股价格向下修正条款”）：

原文：“在本次可转债存续期内，当公司股票在任意二十个连续交易日中至少十个交易日的收盘价格低于当期转股价格80%时，公司董事会有权在该情形发生后的10个交易日内提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。”

④回售保护条款（国电可转债说明书摘要中叫做“有条件回售条款”）：

原文：“自本次可转债第二个计息年度起，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。”

是不是很简单？其实还能更简单：2.67元/股；30个交易日至少15日130%赎回；20个交易日10日低于80%下调；第2年起30个交易日低于70%回售。两行就够了！

## 第17节 四大要素之外的那些事儿

“从某个角度讲，我一直想对可转债的规则制定者深深鞠一个躬，然后送上我的敬仰之情，如滔滔江水的那种，你知道的。”

——资深可转债投资人 “一生是债”

可转债是复杂的，其复杂之处在于文字中充满了规则制定者和上市公司的激烈博弈；可转债是简单的，其简单之处只有在你深深懂得了这个规则以后才会为之拍案击节。

从这个角度讲，可转债的投资人是幸福的，因为规则已经小心地被制定好了，像空气一样无声无息却又无时无刻不在保护着持有人的权益，你所要做的，无非就是要坚守纪律和坚定信心，不贪婪，也不恐惧而已。

尽管如此，笔者还是要郑重提醒未来的可转债投资人：功课一定要做好，可转债条款一定要背熟。而且，一定要有较强的文化基础，因为，语文不好，也是容易出事的。

可转债的四大要素，我们已经基本了然。这些已经足够让你指点江山、激扬文字，但并不能让你成为一个专家。如果想要在可转债投资上做到百发百中，还需要熟读可转债发行公告或者募集说明书上的所有文字，至少10遍，越多越好。

当你熟读之后，你会深入到四大要素以外及以内的很多秘密，这些之所以没有四大要素重要，并不是因为它们不重要，而只是看起来没有那么重要而已。换言之，还是很重要！

- 转股期限。没有进入转股期的可转债，不能转股，不能强制赎回，有的甚至规定不能下调转股价。
- 记住：送股、转增股本、增发新股、配股、派息都能引起转股价的修正，一般是下调。
- 下调转股价是上市公司“有权”，强制赎回是上市公司“有权”，“回售”是

持有人“有权”。“有权”代表是一种权利，而不是义务，可以行使，也可以放弃行使。

- 任一计息年度只能最多进行一次强制赎回；同样也只能最多进行一次回售保护。
- 回售保护是有期限的，如深圳机场可转债规定“本可转债最后两个计息年度”。
- 有的可转债甚至没有回售保护条款，很少，基本上是大转债：中行、工行、平安和石化转债，除了是“共和国长子”外，往往资质也确实优越。
- 附加回售条款规定：如果公司募集资金的使用发生重大变化时，可以用103元（或100元+当期利息）的价格进行回售。虽然从未发生，但并不代表将来没有。
- 在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。
- 当可转债未转股余额很少，不足合同约定的一个数量时，也可触发强制提前赎回。

当你觉得以上这些常识都是废话时，那么，恭喜你，已经是一名合格的可转债“砖家”了，可以到网络和论坛上充当“叫兽”啦。





---

## 第3章 养在深闺人未识 天生注定是胜者——揭秘可转债

---

本章是可转债投资的深度探讨篇。

在第1章中，本书已经让读者对可转债有了深刻的印象和初步的认识；在第2章中，本书力图为读者解读了可转债的各个组成部分以及各自的功能。在本书的第3章，笔者将和读者走入幕后，力求为可转债揭开面纱，从原理上揭示“为什么可转债的投资成功概率如此之大”和“为什么可转债的投资业绩这么恐怖”的秘密。

它成功是因为它注定要成功。

### 本章要点集萃

- 可转债，都应该上天堂。
- 如果时间确定、最低点确定、最高点确定，每个投资者都会变成股神。这样的股票，堪称“完美的股票”……可转债就是最接近完美的股票。
- 可转债可能是股市上唯一一个投资者和上市公司利益高度一致的地方。
- 在五年内，至少一次把股价打到转股价的130%以上，并保持一段时间，这绝对不是一件“不可能的任务”；相反，倒是一件“不可能完不

成的任务”。

- 上市公司不是慈善家，从来不是。
- 早还债，晚还债，早晚还债；早转股，晚转股，趁早转股！
- 每个可转债的背后，都有一个强大而又贪心的大股东，随时打算为你把股价拉到转股价的130%以上，而且越高越好！
- 有条件要涨，没有条件创造条件也要涨！所以，你不是孤独弱小的，你是强大的，你有万众随行，你有呼风唤雨的召唤兽，简言之：你真的是“上边有人”！
- 如果你是可转债投资者，恭喜你，你已经是合格的价值投资者了！
- 如果塔勒布在中国，一定会惊呼：这真是既能脚踢“负面黑天鹅”，又能手握“正面黑天鹅”的投资极品啊！
- “复利是人类创造的第八大奇迹。”
- 为什么可转债的收益高得这么离谱？无它，不亏损和复利的叠加效应而已。
- 可转债正是这样的一个投资品，业绩看起来神奇无比，实质仅仅是因为保底的天性，在时间的催化剂下完成了58笔必胜的交易而已！就是这么简单！
- 数字让人狂喜，数字也让人绝望。只有见到了这些数字，投资人才知道自己错过了一个多么伟大的时代，一个多么伟大的机会和一个多么伟大的投资极品。

# 第18节 可转债的注定归宿——上涨30%以上转股

“每只可转债，都应该上天堂。”

——可转债论坛 网友妙语

“为上市公司算一笔账，你会发现，尽快上涨30%以后转股，对上市公司是最有利的。对投资者当然也如是！这可能是股市上唯一一个投资者和上市公司利益高度一致的地方。”

——知名投资人 杨君

投资最大的敌人之一，就是不确定性。

试想一下，如果投资者知道上证综指6124点是最高点，1664点是最低点，那将是一个什么情况？

——天上人间啊！

事实上，这也是每个投资者的梦想，如果时间确定、最低点确定、最高点确定，每个投资者都会变成股神，这样的股票，堪称完美的股票。

可惜的是，好像世上从来没有完美的股票。可喜的是，可转债就是最接近“完美股票”的那种投资品：

- 可转债的时间是“基本”确定的，可转债存续期间，大约5~6年；
- 可转债的底是更加确定的，面值100元或者回售保护价（当年回售前）；
- 可转债的顶是“接近”确定的，那就是130元以上，上不封顶。

对于普通的投资人来说，100元买入、130元以上卖出、时间在五六年之内，这就是可转债最大的确定性。

这只是理论上，实际上，时间往往在三年内就能完成，低点有可能在八九十元左右，高点往往至少140元，上200元的也比比皆是。

但是，为什么可转债有这么确定无疑的涨幅？

为什么上市公司愿意把这么大的利润让给投资者？他们不吃亏吗？

答案是：上市公司只有这样做，利益才会最大化。或者说，他们必须这样做。

上市公司不是慈善家，从来不是，现在我们就拿出iPad，替他们算算小九九。

通过“第2章 人生转债如初见 犹抱琵琶半遮面——雾里看花透视可转债”的详细分析，读者可以看到可转债的本质：

可转债就是上市公司以很低的利率——每年**0.5%~2.x%**——向债券持有人借款，但是给予补偿的是附送一张认购期权（中国股市叫做认购权证）——可以用约定的价格在转股期内（一般是**5**年左右）买入公司的股票。

乍看起来，好像对于可转债持有人来说，没有什么利益：每年**0.5%~2.x%**的利息借款给上市公司，太亏了！就算有期权，上涨了好说，可是碰上下跌怎么办？碰上长时间期股市横盘怎么办？到了约定期限，虽然不亏钱，但是五六年一共才拿回**8%~10%**的利息，年化收益率不过**1%~2%**，连银行存款都跑不过，时间成本太高了！

这样的鸡肋，有什么可值得投资的呢？

然而，中国股市的深刻内在性质决定了可转债的隐含投资价值，那就是：

中国股市，从成立之初开始，到现在为止，都是上市公司圈钱的机

器。

（如果读者觉得不舒服，可以把“圈钱”二字换成“融资”，也许会赏心悦目些。）

这一点，从股市的发展史上看，已经毋庸置疑。就算是从可转债身上也能发现其中的蹊跷：发行可转债的公司明明已经用0.5%~2.x%的超低利息借到了钱，按说五六年到期了，把钱还了不就行了（到期还款），便宜已经占得够多了。但是——不！他们偏偏都要想方设法让股价站上转股价的130%！为此，连续发布利好者有之，公布特大业绩改善者有之，大幅下调转股价者有之，进军新领域引进新科技者有之，总之就是无所不用其极，一定要让股价在转股期内多次冲上转股价的130%，幅度越高越好，次数越多越好！

为什么？说穿了无非“利益更大”四个字。

投资者买了上市公司的可转债，虽然每年利息超低（0.5%~2.x%），但是到了期限总是要还本金的——100元；然而，如果投资者把可转债转换成上市公司的股票，也就是从“债主”变成了公司的“股东”，上市公司就一分钱不用还了。

借100元，每年还5毛到2元不等，很合算；但是如果到期了，是归还这100元呢？还是干脆不用还了，永远合法地借下去呢？

“司马昭之心，路人皆知。”

在上市公司的字典里，根本就没有“还钱”两个字。用非著名相声演员郭德纲的话说：

“您是转——股呢？还是转股——呢？还是转——股——呢——？”

这就是上市公司发行可转债的最终目的，也是可转债投资的根本本质！

千万不要小看了这区区100元，可转债的借贷规模基本可是上亿乃至上百亿！

上市公司动辄发行上亿、上百亿的可转债，等于提前拿到了大量的超低息经营贷款，只需要在五六年内每年付出很低的利息，就可以免费占用可转债持有人五六年的资金。假设发行的是10亿元的可转债，那么每年需要归还的利息则是大约500万~2000万元（以0.5%和2%计算），性价比很高。

然而，假如五六年到期了，公司要归还的可不是100元的事情，甚至不是几百万、几千万元了，而是当初借到的这上亿、上百亿元的本金！借来的钱，早晚是要还的。问题是，这可是吃到嘴里的肥肉啊，又有几个能忍得住诱惑，乖乖地如数奉还呢？

更何况是在公司经营效率不高和市场融资手段极度匮乏的中国市场呢？资金，是每个中国公司都极度渴望的东西。

如果公司经营情况良好，自然可以在这五六年内，充分利用这些大量的超低利息贷款赚到大量的利润。真是这样的话，公司股价自然会水涨船高，早早就过了转股价的130%、150%，甚至200%、300%，这时候可转债的持有者自然会提前卖出可转债或者转成公司股票，享受公司股票继续上涨的利润。

然而，实际上在中国股市这样的公司极为少见，大多数公司都是高负债经营（负债超过60%的几乎比比皆是），而利润率却不高，净资产收益率更往往不到5%。就算上市公司赚到了钱，也不会体现在分红和股价上；而是更愿意继续持有这些资金，因为股东的钱和借来的钱不一样，是免费的，连利息都不用给（体现在股市上就是股票现金分红）！

即使是经营良好的一些公司，也更愿意把债主变成股东，一方面是为了公司继续扩大再生产、扩大经营规模、增强市场竞争力；另一方面，即使某一年度赚到了钱，也要考虑下一年、下一年的周期是否还在景气中，需要更多的现金对冲风险。

现在，只要做到股价在转股价的130%以上保持一段时间，上市公司就完全可以在法律允许的前提下，合理合法地把借来的钱装到自己的钱包里，世上还有比这更美好的事情吗？

不仅如此，不但要尽量地促成转股，还要尽早地促成转股。因为，每早一年达到强制赎回条件促成转股，就等于少付出了一年的利息——虽然不多，但几百万、几千万也是钱啊！

此外，可转债的资金使用，一般都会在发行合同中限定用途，不得随意变换资金用途，比如深圳机场可转债，合同规定“本次发行可转债募集的资金为不超过人民币20亿元（含发行费用），全部用于T3航站楼建设项目”；国电电力可转债的募集用途则是“公司拟通过本次可转债募集资金投资5个水电项目及11个风电项目”。换言之，是专款专用，一旦改变用途，需要重新申请、审批、公告，限制很多；而如果全部转股成功，就等于股票融资，变成了公司的自有资金，使用用途没有了限定，资金运用起来要自由得多了。

最后，每早一年促成全部转股，就等于把悬在公司头上的“达摩克利斯之剑”拿掉了。一旦股市走熊或者公司经营情况不好，出现不利于公司转股的情况就被动了；早点转股成功，就等于避免了这种不确定性风险，有利于公司尽早把精力集中在主业经营上。

所以，无论是经营得好还是不好，不管本年度业绩是否良好，从上市公司的利益角度来讲，所有的目的都指向一个：

让可转债尽快转换为公司股票，把（可转债）债主尽快变成公司股东！

因此，可转债的注定归宿，100%就是转股！只有这样，才最符合大股东和贷款人——上市公司的最大利益！历史数据，也有力地支持了这一点。

可转债债坛上有句话说得好：

早还债，晚还债，早晚还债；

早转股，晚转股，趁早转股！

正是在这个意义上，可转债上涨到面值的130%以上，是极大概率的事件。如果赶上大牛市，翻一番或者翻两番都是小CASE（转股后股票可以继续大涨）。赶上熊市也不可怕，你有可能以低于面值100元的价格买到更便宜的可转债，在高点卖出，利益更大！像南山可转债，一度最低到82.7元，等于打了83折，价格最高时达到了199元，收益率高达140%！而如果仅仅在面值100元买入的话，收益率才99%。无风险收益率少了整整四成！

综观可转债成立以来的历史，除了早期（1992~1995年）的一只宝安可转债以回售的形式结束外，其他可转债毫无例外都是在转股期间一次以上超过130元（只有一只山鹰可转债例外，最高只到123元，是特殊的市况造成的），最后99%以130元以上收盘。期间可转债最高价格超越160元的车载斗量，超越200元的也有一半之多！最重要的是，以上数据跨越了整个牛市、熊市！

细心的人会问：让股价站上转股价的130%，是不是一件比较难的事情呢？



# 第19节 公司如何让可转债价格轻松涨到130元以上

“.....伟大的意大利的左后卫！他继承了意大利的光荣传统！法切蒂、卡布里尼、马尔蒂尼在这一刻灵魂附体，格罗索一个人他代表了意大利足球悠久的历史 and 传统！在这一刻他不是一个人在战斗！！他不是一个人！！！！.....”

——著名足球节目解说员 黄建翔

让公司股价尽早达到转股价的130%以上并且保持一段时间，是最符合上市公司利益的。如此一来，谜底揭开，终点站已经大白于天下。

然而，细心的人也许会问，股市风云莫测，股价谁也不能预测，上市公司怎么能够100%做到这一点？换句话说：股价上涨30%，会不会是一件很不容易做的事情呢？

老股民都善意地笑了，他们异口同声地问：

“.....是新股民吧？”

呵呵，是的，进入中国股市5年以上的投资者，都知道这个问题的唯一答案。

不过，本书并不打算讨论这一点。因为，完全摒除这个因素，上市公司还是可以很容易完成这个简单任务的。

看历史数据就知道了，成功概率在98%以上（不成功的基本是因为遇到了N年难遇的极端情况）。他们是怎么做到的呢？股价可是有涨有跌，股市也是有牛有熊，上市公司怎么能够100%保证：无论股市涨跌，都能让股价超越转股价的130%呢？

我们不妨仔细分析一下，在五六年内上市公司可能遇到的市场情况，以

及上市公司可以怎样见招拆招。

### 1. 股市大牛，股价持续上升

如果公司股票在5年内碰上一个大牛市，或者公司在5年内遇到或者创造一次以上的大利好（比如业绩大幅提升、有并购重组概念、赶上国家政策扶植、变成市场热门题材等），使得公司股票大幅飙升，这时候上市公司什么都不用做，坐在金山不用愁。

可转债的持有人会看到，可以以几年前约好的低价格（转股价）把可转债转换为公司股票，无论是马上卖出还是继续持有，都可享受股价继续上涨的暴利，何乐而不为呢！所以可转债价格也会水涨船高，往往在140元以上。

此时，股价保持在转股价的130%以上一段时间会触发强制赎回条款，如果不转股将会被上市公司以很低的价格（一般不高于103元）强制赎回。所以这时，可转债持有人要么高价卖出可转债，出场不玩了；要么赶快转股，别无选择！

牛市小结：股价大飙升→股价自动超越转股价的130%→发公告强制赎回→债主变股东！→借来的钱正式变成公司的自有资金！

举例，招商地产转债（125024），赶上2007年的大牛市，可转债价格高达290元，股价当时超过了约定转股价的190%。招商地产公司如期发布强制赎回公告，所有可转债几乎全部转股，公司成功把15.1亿元的借款纳入自己囊中！

### 2. 股市大熊，股价持续下跌

如果股市大盘不好，或者公司经营情况不好，遇到天灾人祸，公司股价大幅下跌，怎么办？这时候向下修正转股价条款的锋芒就露出来了。

如果公司股价大幅下跌，达到了向下修正转股价条款以后（有的是低于80%，有的是85%；有的是连续20天，有的是连续15天等），上市公司预期中短期内股市没有恢复元气的可能，往往为了促进转股融资，主动下调转股价。这样，原来能以转股价比如10元买入的股票，将来只需要更低的价格比如8元就能买入转股，当然是更划算了！把股价拉抬到较低的新转股价130%以上，可能性也大大增加了。

因此，往往转股价正式下调公告前后，可转债的价格马上就能有个10%以上的涨幅。所以，一旦碰上大熊市，上市公司只要祭出向下修正转股价的法宝，下调转股价，一次不够就两次，两次不够就三次（一年只许一次），总能让正股价和转股价保持一个不即不离的距离，一旦机会成熟马上就能让股价冲上转股价的130%以上，造成强制赎回的局面，从而倒逼可转债持有人转股！

假如股价跌了一个大坑，上市公司还赖着不下调转股价怎么办？没关系，坑底还有回售保护条款的利刃在熠熠闪光。上市公司如果还不作为，可要提前还债了，它可不干！

#### 熊市小结：

触发下调转股价条件→一次或多次下调转股价→再拉升股价到新转股价的130%→发公告强制赎回→债主变股东！→借来的钱正式变成公司的自有资金！

以南山可转债（110001）为例，南山可转债于2008年5月13日在上海证券交易所挂牌交易，自2008年10月20日起，南山可转债可以转换为南山铝业发行的A股股票。之后由于股市低迷，触及了南山可转债的向下修正条款（公司股票在任意连续15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权向下修正转股价格，修正后的转股价格不低于关于修正转股价格的董事会召开前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日的均价）。南

山铝业因此向下修正了南山可转债的转股价格，自2009年3月16日起，转股价由原来的16.89元/股调整为8.52元/股，下调幅度达50%之多！果然，市场上的南山可转债价格也随之出现了一次快速上涨。随后，大熊仍未远去，南山可转债又适时微调了一次转股价，修正到8.42元。市场跌到底部后，山铝业抓住时机，不断释放利好，成功地把股价维持在8.42元转股价的130%以上多日，终于触发强制赎回条款，于2009年9月18日全部成功转股退市，把28亿的借债笑纳为囊中物！

### 3. 不牛不熊，股价横盘

前面说过，中国股市5年是一个周期，一般5年内必有一次牛市，所以持有可转债5年而没有碰上一次牛市的概率很低。

但是，持有5年仍然横盘，或者波动很小，上涨上不到转股价的130%，下跌下不到修正转股价的80%~90%，这毕竟也是一种可能，这时怎么办？

这种情况是可转债最尴尬的。但是不要紧，皇帝不急太监急，债主不急债奴急，上市公司比持有人更尴尬、更着急！还是老办法，连续发布利好，或者联合大资金抬升股价，只要稍微抬升到转股价130%以上，保持10天、20天左右，发布消息强制赎回，还是能促成转股的。种种手段，上市公司驾轻就熟，股民债民司空见惯，5年时间总能如愿成功一次吧！如果这都做不到，也没必要在中国资本市场生存了。

当然还有更急的，就是干脆打压正股价到下调转股的条件，比如转股价的80%，保持15天、20天的，再主动大幅下调转股价，之后迅速发布实质利好，拉升股价造成强制赎回。这种情况可能发生在马上到期的时候，上市公司是真急了，需要马上还钱啊！当然实际发生概率极小，毕竟是走在违规边缘，而且影响公司形象。

因为是横盘区间，所以一般股价都在转股价的80%~120%之间窄幅波动，只需连续发布利好消息，即可轻轻松松把股价托上转股价的130%，所需资金和精力极少，但是收获却极大。五六年的时间，成功一次就够了。

横盘小结：维持股价窄幅波动→释放利好托股价，突破转股价130%数十天→，发布公告强制赎回，强制转股→债主变股东！→借来的钱正式变成公司的自有资金！

可见，无论是牛市、熊市还是横盘的平衡市，万变不离其宗，上市公司总是能如愿以偿地把“债主”变成“股东”。股市长红，上市公司笑看风云，什么都不用做，股价自然如关云长一样过五关、斩六将；股市长熊，自有向下修正转股价条款，如同赵子龙一样单骑救主，步步为营、以空间换取时间；到了横盘时，顺其自然维持股价窄幅波动就行了，如同老黄忠岿然不动定军山。一旦出现有利时机，马上连续发布利好刺激股价上涨，强制赎回条款会像张翼德一样一声喝断长坂桥，所有债主乖乖转股纳上钱来，你的就是我的，我的还是我的！

所谓你有张良计，我有过墙梯；你有千条对策，我有一定之规。上市公司手里的好牌还真是不少，主动权其实稳稳操在他们手里，就看庄家出牌的时机和打牌的技巧了。

千言万语汇成一句话，在5年内，至少有一次把股价打到转股价的130%以上，并保持一段时间，这绝对不是一件“不可能的任务”；相反，倒是一件“不可能完不成的任务”。如果上市公司没有完成，反倒足以证明其白痴的程度，肯定会沦为整个股票市场的谈资——当然是，笑柄。（宝安可转债从尘土中爬出来，孤独地投来幽怨的一瞥。）

可转债站出来说：数据为证，到目前为止，有60分的（山鹰可转债），但还没有不及格的。只有一个宝安可转债同学被回售，那是很久以前市场不成熟阶段的特殊情况……

（宝安可转债郁闷的背影忽然微微抽动……）

俱往矣！数风流人物，还看今朝。

在新的可转债发行制度和监管制度下，债券市场更加规范，可转债也越来越具有强大的融资功能和投资效益。对于每个有志于可转债的投资者来说，千万不要妄自菲薄，不要忘记每个可转债的身影后，都有一个强大而又贪心的大股东，他们随时打算为你把股价拉到转股价的130%以上，而且越高越好！为此，他们会不遗余力地动员一切可以动员的资源 and 力量：媒体、资金、操盘手、合作机构、业绩、利好、大势、补贴、政策支持等，为股价摇旗呐喊、推波助澜，有条件要涨，没有条件创造条件也要涨！所以，你不是孤独弱小的，你是强大的，你有万众随行，你有呼风唤雨的召唤兽，简而言之：你真的是“上边有人”！

所以，套用本章开始部分著名足球解说员黄建翔的话说，那就是：

“……伟大的中国的可转债！他继承了中国股市的光荣的传统！股评人、媒体、研究员、券商、基金、业绩预报、政策支持、资金流向和市场热点在这一刻灵魂附体，一个可转债他代表了中国股市悠久的历史 and 传统！在这一刻他不是一个人在战斗！！他不是一个人！！！！……”

# 第20节 为什么可转债最好中长期持有

“只要路是对的，就不怕远。”

——外国格言

买在最低点，卖在最高点，是每个投资者的梦想。

也就是梦想罢了。

只有身在股市之中的人，才知道低买高卖有多难。

简单地说，你觉得下个月股市会涨还是会跌呢？

这看起来并不是一个很复杂的问题，从各个渠道可借鉴的信息貌似也蛮多的。最重要的是，只要你的预测准确，市场就会给你非常丰厚的回报。上海交通大学高级金融学院的客座教授方跃曾提到过一组有趣的统计数据：据标准普尔500指数的表现，如果一个投资者在1926年1月投资1美元，到了1994年12月，他的投资就会变成811美元。但如果他准确地预测了标准普尔每个月的收益率是正数还是负数，并仅仅以此为依据来决定该月是投资股市还是短期国库券，他的1美元投资最终会变成多少呢？答案是约为12.5亿！对于投资者而言，完美波段的诱惑力毋庸置疑。

但相对其成功率而言，这个看似诱人的苹果无疑是有毒的。到目前为止，凭借准确预测市场涨跌而大幅获利的投资者极为罕见，而因追涨杀跌盲目波段操作而在股市中损兵折戟者却屡屡有闻。

甚至专业投资者也概莫能外，查尔斯·艾里斯在其《投资艺术》一书中就曾提到：“投资经理波段操作的成绩令人一见难忘，因为绝大部分都是亏损。”他还提到，一份未出版的研究报告研究100家大型退休基金及其波段操作的经验，发现所有退休基金都从事过波段操作，但没有一家能靠波段操作

提高投资报酬率。事实上，100家基金中有89家因为“波段操作”而亏损，而且在5年内，平均亏损高达4.5%。

市场节奏是极难把握的另一个例证来自于《商业周刊》（一家久负盛名的世界级财经杂志）的两篇封面文章。在1979年8月13日，那一天标准普尔500指数稳稳地站在105点上方，而商业周刊却刊载了它的封面文章，标题是《股票的灭亡》；时隔4年之后，在1983年5月9日的那一天，大盘刚刚完成了它60%的涨升，《商业周刊》便再次推出了它的封面文章，这一回的标题是《股票的重生》——这还是所谓的主流媒体、专业眼光！

正因如此，尽管低买高卖的诱惑力难以抵挡，但卓越的投资者却经常提醒大众其可能存在的投资陷阱。正如先锋投资集团的主席约翰·博格先生所说：“在我从事金融业的这30年中，从不知道有谁是长盛不衰的，也不知道有谁知道什么是长生不老的。实际上，极力去把握市场节奏不仅不会使你的投资账户增值，相反还会带来负面的影响。”对于理性的投资者而言，选择良好的投资标的，买入并持有的投资理念相对更有胜算。

可喜的是，可转债正是适合中长期持有的最好投资品种。

可转债的底部确定，而且100%保底；顶部上不封顶，貌似不确定，但是30%~40%的上涨却是大概率事件，等于保险收益区间是确定的；甚至时间也确定，五六年之内（实际99%都是不到期即可提前获利）。一句话，只输时间，不输利润！

持有这样一个确定性的超级利器，投资者该是多么淡定！不管风吹浪打，我自闲庭信步。西方谚语说：众鸟在林不如二鸟在手。如果放着可转债确定的收益不要，反而追涨杀跌去博短期不可预测的风险收益，简直是捧着金碗喝砒霜——自寻死路啊！



## 第21节 巴菲特为什么喜欢可转债

“现在我要告诉你们如何致富，先把门关上。记住：别人贪婪的时候你要恐惧；别人恐惧的时候你要贪婪。”

——沃伦·巴菲特

股神沃伦·巴菲特是多种可转债的长期持有者之一。尽管美国的可转债远远没有中国的条件优厚，但是巴菲特先生还是喜欢在股市低迷的时期大举购入可转债，而且是越跌越买。

为什么巴菲特如此青睐可转债？

对照股神的另外一句名言：

“投资最重要的原则是：第一，不要赔钱；第二，永远记住第一点。”

有心人不禁会心一笑，默契在胸。

无疑，可转债非常符合巴菲特的投资原则：安全，有保底，而且一旦上升利润丰厚。

巴菲特投资可转债的一个经典案例是2001年前后的Level 3公司长期债券和可转债。

Level 3公司是美国一家提供互联网宽带和网络通信业务相关的运营商。巴菲特曾经说过，“对我而言，任何有关高科技领域的投资决定，用不了5秒钟考虑就可以否决掉。”因为这些公司绝大多数都属于高速变化、极度不稳定的产业，而快速变化的产业被公认是投资者的屠宰场。此外，巴菲特也公开承认，自己对于高科技产业没有把握，所知不多，因此“知之为知之，不知为不知”，既然不知者，避而远之也。

然而2001年著名投资杂志《巴伦周刊》公开报道：伯克希尔哈撒韦公司

居然要购买Level 3公司3.5亿元的低价可转债！一向保守、稳健，喜欢投资可口可乐和吉列公司这样稳定企业的大师，这次一反常态的激进风格，确实实是让投资者的眼镜掉满了整个美国。

Level 3公司股价在2000年达到最高峰130美元，市值460亿美元。因为大量扩张，欠债约60亿美元，随着华尔街股市泡沫的崩溃，到了2002年，股价居然比高位暴跌97%。一时间市场传闻纷纷，猜测该公司可能倒闭，Level 3公司40多亿元的无担保债券价格居然跌到18~50美分的价格（面值1美元），即使不考虑转股的问题，当成普通债券持有到期的年化收益率也已经高达25%~45%！这对于一个还没有破产的企业来说，是不可思议的！要知道，公司毕竟还拥有15亿美元的现金和6.5亿美元的银行借款，同时公司还在正常营业，拥有大量的客户，每年还在源源不断地产生现金流。

这就等于，以18~50美分的价格买一个每年6%利息+到期后1美元本金的债券！

巴菲特不但在市场上高调宣布买入Level 3公司的债券，还进一步接受了公司的私人可转换债券的发售。到了2003年，Level 3债券的价格已经涨到73美分。2006年时，公司已经确定不会申请破产。仅仅从巴菲特的公开债券操作来看，短短一两年，其年化收益率高达180%，总收益高达4亿多美元！而私募的可转债没有公布收益情况，估计赚得更多！

在美国证券市场，没有涨跌幅的限制，可转债下调转股价的情况很少见，回售价也很低，所以价格往往会跌到匪夷所思的程度。然而，以18美分的价格买入面值1美元、年息6%的债券，无疑是一种不是可转债的可转债，安全而又暴利！

让我们再次温习巴翁的投资隽语：

“在安全的时候，适当地贪婪；在贪婪的时候，适时地恐惧。”

## 第22节 你赔了，我少赚；你大赚，我多赚——憨夺型投资者在中国

“好了，赚得可观；糟了，赔得不多。”

——美国帕伯莱投资基金总裁 莫尼什·帕伯莱

这句话，是美国帕伯莱投资基金集团执行合伙人莫尼什·帕伯莱先生总结的，是为“憨夺型”投资的基本准则。

所谓“憨夺”，是英文“Dhandho”的音译。所谓“憨夺型”投资者，是指一种特殊的“低风险、高收益”投资模式。

所以，想进来看憨豆先生的同学，现在可以退场了，请到隔壁的电影放映室买票，并请随手关门，谢谢！

一般来说，投资界往往认为风险是和投资成正比的，即“低风险、低收益”和“高风险、高收益”。而“憨夺型”投资者崇尚的是一种“低风险、高收益”的投资方法。

比如收购低迷行业的低迷企业股票，或者购买低风险、高不确定性的企业股票，就是“憨夺型”投资者的拿手好戏。

原因无他，因为这些企业已经便宜得不能再便宜了，已经跌到地板价了，再跌还能够跌到哪里去呢？而一旦市场回暖，向上的空间往往是不可限量的。套用《共产党宣言》的格式来说，就是“……失去的只是锁链，获得的将是整个世界”。

巴菲特的老师，价值投资的创始人本杰明·格雷厄姆先生也曾经说过，他最喜欢寻找“丢在地上无人理睬的烟头”，与此不无异曲同工之妙处。

在中国也如是，往往在整个行业腥风血雨、宏观环境严峻紧缩、个股股价遍体鳞伤之际，却是黎明前的黑暗，适当买入，反而斩获最多。

股市曾经流行短信：“宝马进去，自行车出来；西服进去，三点出来；姚明进去，潘长江出来；鳄鱼进去，壁虎出来；藏獒进去，吉娃娃出来；牵着狗进去，被狗牵着出来。”

在“憨夺型”投资者看来，当股票沦为自行车、三点式、潘长江、壁虎、吉娃娃、被狗牵着的时候，恰恰是该进场的时候。因为此时出手，“好了，赚得可观；糟了，赔得不多”。

莫尼什·帕伯莱采用这个原则投资，其一手执掌的帕伯莱投资基金自1999年成立以来，贡献给投资者的年净收益率超过28%，10年时间增值了11.8倍！他本人也得到财经杂志《福布斯》和《巴伦周刊》的一致褒奖。顺便说一下，当初参与低价持有Level 3公司债券的，也有帕伯莱基金，年化收益率高达120%，一战成名。

“憨夺型”投资和巴菲特的“价值投资”一样，对于投资人都有很高的专业要求，需要精确地估算出股票的实际价值，公司当前的经营情况和公司的未来发展前景。这对于广大的国内投资者来说，要求未免过高。

然而仔细考量一下“憨夺型”投资的基本准则：“好了，赚得可观；糟了，赔得不多”。是不是似曾相识？没错，这恰恰就是中国可转债投资的特色啊。好了，高价卖出或者转股；糟了，不是赔得不多，只是赚得不多而已！——比帕伯莱的投资原则还要安全！

更重要的是，这根本无需大量的专业知识和调查研究，更加省心，更加适合普通投资者！可以说，如果你是可转债投资者，恭喜你，你已经是合格的“憨夺型”投资者了！

## 第23节 “黑天鹅”不一定是坏事

“他们（泛指拙劣的交易员和错误的交易方法）吃起来像蚂蚁，拉起来像大象。”

——纳西姆·塔勒布，安皮里卡资本公司创办人

“黑天鹅”是近年来流行的投资理念，一般代指不经常发生或者极少发生，但是一旦发生影响极大，或者后果极其严重的现象。

比如，坐飞机坠毁；发生世界大战；或者，塔勒布为之意外成名的“911事件”等。

“黑天鹅”往往是突如其来，而到来之前却往往是平静的海面和悠扬的颂歌。

比如一头猪妈妈，从小饭来张口、吃饱就倒，她会充满爱心地告诉猪宝宝：“人类是我们最好的朋友，天天伺候我们，给我们吃喝，给我们看病，悉心呵护无微不至，真是最好的奴仆啊，你们要记住……”直到有一天……她却再也没有机会把真相讲给小猪听了，可悲的是，小猪却会一代一代地转述这个诚实的谎言，如同妈妈的妈妈的妈妈那样……

可悲的不仅仅是小猪，人类也好不到哪里去，在证券市场上尤其如此。

塔勒布在他的财经著作《随机致富的傻瓜》中，描述了多个这样的故事。一个成功的交易员，利用成功的交易模型，不断地在市场上赚得小钱，虽然只有1%、2%、5%……但准确性很高，于是积少成多，逐渐赚了一大笔钱。成功的经验促使他不断地投下更重的赌注，终于，有一天忽然有个未曾预料的、亿万年难遇的事件发生了……尽管这个金牌交易员赢了100次，但是一次的失败，足以让他赔上以前所有赢利之和的100倍，甚至10000倍！

中国股票市场也已经演绎了多次这样的情况。开始时是股市低迷，无人问津；随后会有不断的起起伏伏，长期的平淡无奇，参与的人逐渐增多，指

数以非常缓慢的节奏逐渐抬高；直到有一天，市场忽然拔地而起，以所有人不可思议的速度向上疾奔……不断有人看空退出，但不断的新高又促使更多人再次、再三加入进来，直到有一天游戏戛然而止，所有人都想半价卖出而不可得，股价从珠穆朗玛峰顶一头栽进深邃的马里亚纳海沟……

“黑天鹅”是恐怖的，恐怖到明明知道它可能有，甚至肯定有，但是永远不知道它在哪里，以及什么时候出现。就这一点来说，它很像传说中的鬼魅。

奇妙的是，纳西姆·塔勒布居然是以“黑天鹅”为生的人！

塔勒布认为，“黑天鹅”有负面的，也有正面的。负面的“黑天鹅”会带来巨大的灾难，正面的“黑天鹅”却往往带来意外的惊喜。

比如，中了一亿元的彩票。或者，又中了一次一亿元的彩票。

呵呵，这不是开玩笑，因为这种概率虽然极低，但是确实是存在的，而且确实发生过。又或者一位不幸的书商，发行了上百本亏本的图书，忽然遇到一套叫做《哈利·波特》的系列书，一下子把所有的亏空补上，而且还赚了上千倍的利润。

塔勒布的投资奥妙在于聪明地利用了投资人对“黑天鹅”事件的极度无知或者过度恐惧。请注意，不是无知和恐惧，而是极度无知和过度恐惧。

举一个例子，比如有人打赌国际大赛中中国男足的输赢，假设对手是意大利或巴西队，除去爱国主义的情怀，如果对方出价是1000元：1000元赌外国队赢，也就是中国队输了他赢得1000元，而中国队如果赢了（或平局）你则可以把2000元都拿走。你会怎么办？

正常情况下你应该拒绝，塔勒布也是这么做的，好像并无什么特异之处。但是接着对方开始不对称地押注，以便吸引你加入这个赌局，而且似乎越来越疯狂。

“我出1000元，你出500元怎么样？”

“我出1000元，你出300元呢？”

“好了，我出1000元，你出100元？”

……

“好吧好吧，我出1000元，你只要出1元行不行？”

这时候，塔勒布会毫不犹豫地掏出1元，参加这个赌局，而且有可能是1万元、1亿元。

一般人不会参加这个赌局，以中国队的实力，赢或者平的概率还不到1%，就算是赌注已经大大地倾斜了，依然有99%的可能要白白送掉1元钱。

但塔勒布不这么想。他不是以概率，而是以期望值（概率×结果）来计算的。如表3-1所示。

表3-1 纳西姆·塔勒布的计算方案（模拟）

押注方案	事件	概率	结果	期望值
1000元:1000元	我输了	99%	-1000元	-990元
	我赢了	1%	1000元	10元
			合计	-980元
1000元:500元	我输了	99%	-500元	-495元
	我赢了	1%	1000元	10元
			合计	-485元
1000元:300元	我输了	99%	-300元	-297元
	我赢了	1%	1000元	10元
			合计	-287元
1000元:100元	我输了	99%	-100元	-99元
	我赢了	1%	1000元	10元
			合计	-89元
其他方案……	……	……	……	……
1000元:1元	我输了	99%	-1元	-0.99元
	我赢了	1%	1000元	10元
			合计	+9.01元

请注意表中的期望值合计，从-980元、-485元、-287元逐步降到-89元，乃至到了最后逆转乾坤的 +9.01元！塔勒布正是利用别人对概率的无知，一步一步把胜算引入有利于自己的彀中的！

事实上，足球是一个相当复杂的游戏，不但有双方队员的技术水平，还有其他很多因素可以决定比赛的结果，比如当地天气、双方队员疲劳程度、两队磨合程度、比赛的重要性、赛前准备、球场气氛、球员心情等，甚至赌球、恐怖事件、陨石坠落也可计入进去，所以中国队不输的实际概率可能远远大于1%，而对方以1000元博1元的下注又把这个可能引发的后果——期望值总计，其实就是输钱造成的负面后果——大大降低了，就算输了钱，你付出的也不是原先的1000元、500元或者100元，而仅仅是1元而已。假设你兜里只有1000元，那么原来的赌局你仅仅可能承受一次（1000元）、两次（500元）或者10次（100元）的失败，而现在，即使输了800次你依然可以在必胜客和女友共进晚餐。

塔勒布建议多多参与这样的赌局。每次输了不过1元而已，但是中国队万一赢了（或者平了）呢？得到的将是付出的1000倍！也就是说只要你在1000次赌博当中赢一次，就可以赚钱！哪怕是1000次当中的最后一次，也可以稳稳回本。如果是两次、3次或者10次（那也仅仅不过是1%的概率）发生呢？你的收入将是所有成本的两倍、3倍乃至10倍！

即使是保守的投资者，也应该参与这样的娱乐。只要你不断地参与，一千次当中只要有一次“黑天鹅”发生了，你就可以马上拿着赚到的钱离场，不再参与。假设“黑天鹅”在第50次赌局中出现，那么你付出的将是50元，得到的将是1000元；如果在第100次出现，你付出的是100元，得到的还是1000元；即使到了第500次中国队才赢了或者平局，你付出的也不过是500元，得到的是依然还是1000元，收益率仍然高达100%！就算事件是第900次才发生的，你还是能拿回1000元，付出900元后，收益率11.11%，仍然可以笑傲所有的银行存款和绝大多数债券。

不可否认，还有两种极端情况的存在：一是正好第1000次才发生，此时正好收支相抵，就当免费参与了一场前所未有的娱乐活动了；二是中国足球居然连续1000次都没有踢赢（或平）强大的对手。中国男足虽然足够鱼腩，但是这样的事情暂时还没有发生过……建议你应该适时多去去教堂，检讨一下人品问题；顺便带上郁闷的中国男子足球队，全部。



塔勒布的投资方式似乎很冒险，实际却很安全。因为他已经通过不对称的杠杆，悄然把危险降到了很低，而把利润放到了极致。

这句话似乎又很耳熟，没错，它的另外一个表述就是：“好了，赚得可观；糟了，赔得不多”。这时，你会抬头看到上一节的“憨夺型”投资者在向下挥手致意。

还有一个表述是：“下有保底，上不封顶。”这是本书的主角——可转债在一旁摘帽致敬。

伟大的投资思想都是相通的，回想更远处巴菲特先生的座右铭，“别人贪婪的时候你要恐惧；别人恐惧的时候你要贪婪。”、“投资的最重要原则是：第一，不要赔钱；第二，永远记住第一点”，其核心思想无一不是在“安全边际”的前提下，尽量扩大利润！

因此，无论是“黑天鹅”、“憨夺型”投资、巴菲特的“价值投资”，还是一脉相承的可转债投资，秉承的其实都是“安全+利润”的投资模式，只是他们寻找的安全边际和利润方式不同罢了！比如，塔勒布用极低的投入成本构筑了安全边际；帕伯莱先生用极低的下跌空间限制了亏损的可能性；巴菲特先生则通过精准的财务计算锁定了企业的内在价值，从而不怕股价的上下波动；而可转债，则通过天生具备的债券回本特性、下调转股价条款、回售保护条款，用层层护城河使得核心城堡——可转债价格，犹如金城汤池！

更妙的是，无论是塔勒布、帕伯莱还是巴菲特，都需要大量的计算和复杂的判断来决定游戏的参与程度，而可转债天生就具备了安全边际，完全省去了对这些专业技能的依赖。如果说塔勒布、帕伯莱和巴菲特们是底层奋斗的英勇骑士，可转债就像是含着银汤匙出生的贵族，生来就住在坚固的城堡里，衣食无忧，前途似锦（不好之处是上升空间比骑士小）。

或许有人会问：股票市场中会有这样极端不对称的情况出现吗？甚至到1000:1？

……我听到有的读者已经喊出来了：“……是新股民吧？”

股票市场是人性的贪婪与恐惧交织的庞大角斗场，正常的情况反而是不正常的，不正常的情况反而倒是家常便饭。在上一节中出现的可以以18美分购买面值为1美元、年利率为6%利息的债券，就是一个很好的例证。

放眼中国股市，这样极端的例子也比比皆是。

比如，权证在最后一天往往上演“末日轮”，即使已经毫无行权价值，内在价值为零，依然有很多人乐此不疲地热炒，希望有更傻的人接棒。然而2007年2月28日，青岛海尔认沽权证即将退市，有人却以0.001元/份的价格不可思议地买到了98万份海尔认沽权证（580991，收盘价0.699元），花费不过980元。至收盘时，这980元已暴增至68.52万元！几小时内收益率高达700倍！如果在盘中高点卖出，收益率更可达上千倍！

以0.001元/份买入，最大的损失可能就是980元（可能性极小）；然而一旦成功，却是上千倍的收益。这可算是“正面黑天鹅”在中国股市上演的一次绝世之舞。

可转债更像是“正面黑天鹅”自然保护区，只是有保底和回售，收益没有权证那么离谱。

比如，2008年随着股市的暴跌，有保底的南山可转债也随之一路狂跌。市场一度传言其母公司南山铝业即将破产。到了10月份，南山可转债最低竟然跌到了82.7元，不算其转股的可能，仅仅债券到期收益率（2013年4月18日到期）就已经达到8%。此后随着阶段性牛市的到来，该可转债最高却涨到了199元，投资者无须等待到期收债，就已经在差价中赚了个盆满钵满——仅仅不到一年的时间，收益率高达140%（年化收益率会更高）！

如果纳西姆、巴菲特或者帕伯莱先生在中国的话，估计肯定会出手的。用纳西姆的思维方式来看，这是一笔相当合算的买卖，假设投资1万元，请看表3-2所示的计算。

表3-2 纳西姆·塔勒布的计算方案二——南山可转债（模拟）

押注方案	事件可能性	概 率	结 果	期 望 值
南山可转债 (2008年10月最低价格 82.7元时)	到期回本+利息	70%	约13328元	约9330元
	期间高于135元	29%	约16928元	约4909元
	到期违约破产	1%	-10000元	-100元
			合计	+14139元 (+41%)

注：南山可转债票面利率：第一年1.0%、第二年1.5%、第三年1.9%、第四年2.3%、第五年2.7%，合计9.4%。本利合计109.4元/张，成本82.7元，收益率约132.28%。高于135元时加部分利息以140元估算。

即使采取了保守的概率，收益率依然高达41%。实际不到一年最高199元，收益更高。

到了2011年年底，石化可转债也出现了类似情况，如表3-3所示的计算。

表3-3 纳西姆·塔勒布的计算方案三——中国石化可转债（模拟投入10000元）

押注方案	事件可能性	概 率	结 果	期 望 值
石化可转债 (2011年9月27日最低价 85.95元时)	到期回本+利息	70%	约13066元	约9146元
	期间高于135元	30%	约16288元	约4886元
	到期违约破产	0%	0元	0元
			合计	+14032元 (+40%)

注：石化可转债票面利率为：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.0%、第四年1.3%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期以107元赎回（含最后一年利息）。本利合计112.3元/张，成本85.95元；高于135元时加部分利息以140元估算。

究竟石化可转债会走出怎样的行情？无人知晓。仅仅截止到2011年10月28日，其价格已经达到102.59元，收益已达19.36%，时间不过一个月。

如果塔勒布在中国，一定会惊呼：这真是既能脚踢“负面黑天鹅”、又能手握“正面黑天鹅”的投资极品啊！（遗憾的是，中国可转债土壤很难出现18元的可转债，如果有，千万不要错过它！）

## 第24节 跟着你，有肉吃！——可转债正股套利

“既然妈妈今天不在，那我就承认好了：其实我是一个套利者。”

——沃伦·巴菲特

所谓套利，就是利用两种价格之间的差价进行获利的手段。套利是价值投资者手中的贴身利刃，很多投资大师都是套利的公开支持者。通过套利交易，可以低风险甚至无风险获取确定性的投资回报，尽管有时价差并不大，但胜在低风险，完全符合“好了，赚得可观；糟了，赔得不多”的“憨夺精神”。

可喜的是，可转债就是个公认的套利好工具。前面讲过，跌到82.7元的南山可转债就是一个可转债套利的绝好个案；除此以外，投资者还能利用前面讲过的诸多条款——向下修正转股价条款、回售保护条款和强制赎回条款，通过买卖正股进行间接套利。

### ● 可转债转股套利

假设某转债转股价2元，转债现价101元，正股价2.1元。此时以101元买进转债，以2元转股价转股可得50股正股，市价卖出得 $50 \times 2.1 = 105$ 元，去掉交易成本和101元，剩下的就是套利所得。

不过，由于当日转股需次日卖出，所以既有时间成本，次日股价也有下跌风险。

### ● 回售保护条款套利

假设某可转债的转股价为10元，其回售保护触发条件为：“如果公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权……按面值的103%（含当期计息年度利息）回售给本公司……”，那么当

股价即将触发该条件时，公司为了避免回售的发生，可能会采取种种措施提振股价。这样，套利的机会就出现了。

假设该可转债正股股价已经连续十几个交易日低于转股价的70%——也就是7元，而股市整体并没有大熊，公司经营也正常，投资者可以适当买入，比如6.5元。果然，几天后公司宣布利好，公司股价重新站上7元，十几天内套利收益达到7.69%以上。

- 强制赎回条款套利

假设某可转债的转股价为10元，其回售保护触发条件为：“如果本公司股票在任何连续30个交易日中至少20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%，本公司有权按照债券面值的103%.....赎回全部或部分未转股的可转债。”那么当股价即将触发该条件时，公司为了促成强制赎回的发生，可能会采取种种措施拉抬股价。这时，也可能存在无风险套利的机会。

假设该可转债正股股价已经连续十几个交易日高于转股价的130%——也就是13元，忽然有几天随股市波动跌到12元。但股市整体并没有大熊，公司经营也正常，这时投资者可以适时买入。果然，几天后公司为了促进转股，连续宣布利好，公司股价一举冲上14元，成功造成了强制赎回，十几天内正股套利收益达到16.67%以上。

- 下调转股价条款套利

此套利需预判上市公司下调转股价，进而提高转债价值，具有一定的不确定性。

需要特别强调的是，可转债的正股套利只是低风险，不是无风险，具体情况还要看大市和公司运作情况而定，不可一概而论，否则可能造成损失，后面有章节会有详解。

# 第25节 精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱

“当语言显得苍白的时候，数字是最光彩照人的语言。”

“数字（数据）不能说明一切，但是一切都需要数字来证明。”

——匈牙利数学家 费波纳科利·切雅斯

本节是本书的精华，重中之重。

本书已经从多种角度，阐述了可转债是一个多么优秀的投资极品。然而这还不够！现在我们将试着穿越到13年前，依次买入和卖出所有已经到期或者成功转股退市的可转债，看看这个另类的投资品种，究竟能给我们带来多么庞大的一笔财富！

表3-4是历年以来中国可转债成功转股的数据表。

表3-4 历年以来中国可转债成功转股的数据图表

证券名	收盘	最高	最低	发行日期	到期日期	下市日期	赎回或强制转股日
宝安转债	回售			1992-11-19	1995-11-19	1995-11-19	
丝绸转债	303.59	371.96	100	1998-8-27	2003-8-27	2000-6-27	
南化转债	269.7	300	100	1998-8-3	2003-8-2	2000-10-11	2001-05-24
鞍钢转债	117.85	151.6	95.01	2000-3-14	2005-3-13	2001-11-27	
钢钒转债	144.5	151.3	100.22	2003-1-22	2008-1-21	2004-3-4	2004-04-06
万科转债	145.33	167.85	94.02	2002-6-13	2007-6-12	2004-4-20	2004-4-23
机场转债	153.85	170	89.99	2000-2-25	2005-2-24	2004-4-23	2004-4-23
茂炼转债	120.95	144.88	98.05	1999-7-28	2004-7-27	2004-7-27	2004-7-27
阳光转债	101.99	130.5	96	2002-4-18	2005-4-18	2005-4-5	2005-4-18
侨城转债	158	164	101.79	2003-12-31	2006-12-31	2005-4-22	2005-4-22
金牛转债	114.34	149.5	102.5	2004-8-11	2009-8-11	2005-7-1	2005-7-1
丰原转债	145.01	165	101	2003-4-24	2008-4-27	2005-10-14	2005-10-14
铜都转债	113.6	179.99	101.5	2003-5-21	2008-5-21	2005-9-30	2005-9-30
民生转债	118.62	157	99.68	2003-2-27	2008-2-27	2005-10-31	2005-10-31

续表

证券名	收盘	最高	最低	发行日期	到期日期	下市日期	赎回或强制转股日
江淮转债	130.4	135	102.97	2004-4-15	2009-4-15	2005-12-19	2005-12-19
歌华转债	128	144	100.6	2004-5-12	2009-5-12	2006-3-8	2006-3-8
云化转债	147.21	169	99.2	2003-9-10	2006-9-10	2006-3-10	2006-3-10
雅戈转债	119.23	140	102.5	2003-4-3	2006-4-3	2006-4-3	
包钢转债	140.48	152.5	98.66	2004-11-9	2009-11-9	2006-3-31	2006-3-31
万科转2	193	195.88	103.01	2004-9-24	2009-9-24	2006-4-7	2006-4-7
山鹰转债	122.64	123	100.57	2003-6-16	2008-6-16	2006-4-19	2006-4-19
燕京转债	131	133	95.12	2002-10-16	2007-10-16	2006-4-20	
复兴转债	138.2	149.82	98.03	2003-10-28	2008-10-28	2006-7-11	
南山转债	122.24	191.6	97.98	2004-10-19	2009-10-19	2006-8-11	2006-8-11
华西转债	143.98	169.49	96.2	2003-9-1	2008-9-1	2006-8-14	2006-8-14
招行转债	169.08	176.99	98.65	2004-11-10	2009-11-10	2006-9-29	
丝绸转2	140.5	151.68	95	2002-9-9	2007-9-9	2006-9-9	
邯钢转债	182	203.99	98.2	2003-11-26	2008-11-26	2007-3-2	2007-3-2
营港转债	176.98	186	103.62	2004-5-19	2009-5-19	2007-3-26	2007-3-26
水运转债	205.1	218	94	2002-8-12	2007-8-12	2007-3-29	2007-3-29
华发转债	285	299	107.53	2006-7-27	2011-7-27	2007-4-3	2007-4-3
柳化转债	176	176.67	106.1	2006-7-28	2011-7-28	2007-4-3	2007-4-3
首钢转债	215	205	95.3	2003-12-15	2008-12-15	2007-4-6	2007-4-6
国电转债	211.88	218.98	95.05	2003-7-18	2008-7-17	2007-4-23	2007-4-23
晨鸣转债	204.05	220	99.93	2004-9-15	2009-9-15	2007-5-14	2007-5-14
招商转债	290.37	350	117	2006-8-30	2011-8-30	2007-5-25	2007-5-25
华电转债	299.98	299.99	101	2003-6-2	2008-6-2	2007-5-29	2007-5-29
华菱转债	231.61	279.44	99.45	2004-7-16	2009-7-16	2007-5-31	2007-5-31
西钢转债	158	222	95.01	2003-8-10	2008-8-10	2007-6-11	2007-6-11
天药转债	189.73	240	105.1	2006-10-25	2012-10-25	2007-6-22	2007-6-22
上电转债	226.58	277.99	113.1	2006-12-1	2011-12-1	2007-8-15	2007-8-15
创业转债	288.3	327.98	97.5	2004-6-30	2009-6-30	2007-8-28	2007-8-28
韶钢转债	272.22	349.99	130	2007-2-5	2012-2-5	2007-10-9	2007-10-9
凯诺转债	201.91	295	106.66	2006-8-15	2011-8-15	2007-10-16	2007-10-16
海化转债	366	459.98	99.9	2004-9-7	2009-9-7	2008-2-14	2008-2-18
中海转债	110.02	214.05	103.5	2007-7-2	2012-7-2	2008-3-27	2008-3-27
桂冠转债	128.5	310	99.99	2003-6-25	2008-6-25	2008-3-27	2008-6-16
金鹰转债	146.5	223.67	106.85	2006-11-20	2010-11-20	2009-5-12	2009-5-12
海马转债	160.41	163.3	105	2008-1-16	2013-1-16	2009-6-1	2009-6-1
赤化转债	135.19	168	104.7	2007-10-10	2012-10-10	2009-5-25	2009-5-25
五洲转债	144.44	155	103	2008-2-29	2013-2-28	2009-7-2	2009-7-2

续表

证券名	收盘	最高	最低	发行日期	到期日期	下市日期	赎回或强制转股日
柳工转债	151.52	175	104.51	2008-4-18	2014-4-18	2009-5-25	2009-5-25
巨轮转债	150.52	228.8	105.01	2007-1-19	2012-1-19	2009-8-28	2009-8-28
南山转债	136.96	199	82.7	2008-4-18	2013-4-18	2009-9-18	2009-9-18
恒源转债	262.01	335	106.6	2007-9-24	2012-9-24	2009-12-21	2009-12-21
山鹰转债	152.67	185.46	100.29	2007-8-31	2012-8-31	2010-2-5	2010-2-5
大荒转债	138.96	204	105.85	2007-12-19	2012-12-19	2010-3-8	2010-3-8
龙盛转债	129.07	160.1	118.2	2009-9-14	2014-9-14	2010-5-6	2010-5-6
安泰转债	156.04	170	129.08	2009-9-16	2015-9-16	2010-6-10	2010-6-10

根据以上历史数据，假设我们从1998年8月的丝绸转债开始买起，陆续以不同的规则买入和卖出所有的可转债，并最后汇总所有的收益情况，看看最终收益率会是多少。之所以摒弃第一只可转债——宝安可转债，因为是特殊的历史条件所造成的特例，不具备普遍性。

规则一：全部以面值**100**元买入，以收盘价卖出。

这是最懒惰的做法，几乎没有什么实战价值，但是用来观察一下最懒的效果也不错。如表3-5所示。

表3-5 规则一：面值-收盘价可转债收益试算表

证券名	收盘	最高	最低	收盘价单利	收盘价滚动复利
丝绸转债	303.59	371.96	100	203.59%	303.59%
南化转债	269.7	300	100	169.70%	818.78%
鞍钢转债	117.85	151.6	95.01	17.85%	964.93%
钢钒转债	144.5	151.3	100.22	44.50%	1394.33%
万科转债	145.33	167.85	94.02	45.33%	2026.38%
机场转债	153.85	170	89.99	53.85%	3117.59%
茂炼转债	120.95	144.88	98.05	20.95%	3770.72%
阳光转债	101.99	130.5	96	1.99%	3845.76%
侨城转债	158	164	101.79	58.00%	6076.30%
金牛转债	114.34	149.5	102.5	14.34%	6947.64%
丰原转债	145.01	165	101	45.01%	10074.77%
铜都转债	113.6	179.99	101.5	13.60%	11444.94%
民生转债	118.62	157	99.68	18.62%	13575.99%
江淮转债	130.4	135	102.97	30.40%	17703.09%
歌华转债	128	144	100.6	28.00%	22659.96%
云化转债	147.21	169	99.2	47.21%	33357.73%
雅戈转债	119.23	140	102.5	19.23%	39772.42%



续表

证券名	收 盘	最 高	最 低	收盘价单利	收盘价滚动复利
包钢转债	140.48	152.5	98.66	40.48%	55872.29%
万科转2	193	195.88	103.01	93.00%	107833.52%
山鹰转债	122.64	123	100.57	22.64%	132247.03%
燕京转债	131	133	95.12	31.00%	173243.61%
复兴转债	138.2	149.82	98.03	38.20%	239422.67%
南山转债	122.24	191.6	97.98	22.24%	292670.27%
华西转债	143.98	169.49	96.2	43.98%	421386.65%
招行转债	169.08	176.99	98.65	69.08%	712480.55%
丝绸转2	140.5	151.68	95	40.50%	1001035.18%
邯钢转债	182	203.99	98.2	82.00%	1821884.02%
营港转债	176.98	186	103.62	76.98%	3224370.34%
水运转债	205.1	218	94	105.10%	6613183.57%
华发转债	285	299	107.53	185.00%	18847573.19%
柳化转债	176	176.67	106.1	76.00%	33171728.81%
首钢转债	215	205	95.3	115.00%	71319216.95%
国电转债	211.88	218.98	95.05	111.88%	151111156.86%
晨鸣转债	204.05	220	99.93	104.05%	308342315.58%
招商转债	290.37	350	117	190.37%	895333581.75%
华电转债	299.98	299.99	101	199.98%	2685821678.54%
华菱转债	231.61	279.44	99.45	131.61%	6220631589.68%
西钢转债	158	222	95.01	58.00%	9828597911.69%
天药转债	189.73	240	105.1	89.73%	18647798817.85%
上电转债	226.58	277.99	113.1	126.58%	42252182561.48%
创业转债	288.3	327.98	97.5	188.30%	121813042324.75%
韶钢转债	272.22	349.99	130	172.22%	331599463816.43%
凯诺转债	201.91	295	106.66	101.91%	669532477391.76%
海化转债	366	459.98	99.9	266.00%	2450488867253.83%
中海转债	110.02	214.05	103.5	10.02%	2696027851752.66%
桂冠转债	128.5	310	99.99	28.50%	3464395789502.17%
金鹰转债	146.5	223.67	106.85	46.50%	5075339831620.68%
海马转债	160.41	163.3	105	60.41%	8141352623902.74%
赤化转债	135.19	168	104.7	35.19%	11006294612254.10%
五洲转债	144.44	155	103	44.44%	15897491937939.80%
柳工转债	151.52	175	104.51	51.52%	24087879784366.40%
巨轮转债	150.52	228.8	105.01	50.52%	36257076651428.40%
南山转债	136.96	199	82.7	36.96%	49657692181796.30%
恒源转债	262.01	335	106.6	162.01%	130108119285524.00%
山鹰转债	152.67	185.46	100.29	52.67%	198636065713210.00%

续表

证券名	收 盘	最 高	最 低	收盘价单利	收盘价滚动复利
大荒转债	138.96	204	105.85	38.96%	276024676915077.00%
龙盛转债	129.07	160.1	118.2	29.07%	356265050494290.00%
安泰转债	156.04	170	129.08	56.04%	555915984791290.00%
			合计	4316.81%	(约5.56万亿倍……)

收盘价单利收益，也就是简单计算每只可转债以其收盘价减去面值100元，然后除以100元面值成本，所获得的收益即为每只可转债的单利收益率，最后简单汇总一下即可。请注意收盘价往往远远小于最高价。但是即使如此，汇总以后总收益依然高达4316.81%！

这就意味着，假设从1998年以来，每只可转债都以面值买入，无论中间涨到多高、跌到多低都视而不见，一律以收盘价卖出的话，收益率将是12年43倍（从表中1998年8月第一只丝绸可转债到表中最后一只安泰可转债2010年6月退市计算，正好12年）。

变态一点，假设以复利计算，每只可转债都以面值买入，以收盘价卖出；然后以获得的所有本金+获利买入下一个面值100元的可转债，再全部以收盘价卖出……如此持续滚动复利投入，总收益是多少？答案是555915984791290.00%，大约5.56万亿倍。

必须承认，本案例的计算的确有理想化之处。如市场上实际会同时存在多只可转债，现实操作中是不可能把所有钱（本金+获利）同时买入多只可转债的，尤其是复利计算时。因此最终结果仅供参考。尽管如此，如果在上表所有的58只可转债中仅仅参与其中的前四分之一——就是15只时，收益依然高达229.60倍；如果仅仅参与其中的前三分之一，收益高达1078.34倍，这就和实际操作更加接近了，而成绩依然惊人！

单利的计算，其实受这个因素的影响要小得多。投资者完全可以把资金分开投入同时存在的可转债。1万资金12年后拿回43万不可以，但是10万资金12年后拿到430万却是万万可以的！（以上说明，同样适合下文更多规则的计算结果。）

规则二：全部以可转债上市后的最低价买入，以收盘价卖出。

请务必注意：这里的最低价是指可转债以面值100元发行，上市交易后直到退市期间所出现的最低价。这个价格可能低于面值，也可能高于面值，比如，招商地产可转债的最低价是117元，意味着其上市以后价格一直没有低于117元，当然也从未跌破面值。这并不奇怪，很多可转债都是如此。安泰可转债的最低价甚至是129.08元。这就是可转债保底性的再次体现。这和传统意义上的最低价表述有所不同。

以最低价计算买入价是很有实际意义的。因为投资者不一定都能在可转债上市时以面值100元买到，而在上市交易后以最低价买入的可能性更大。以收盘价卖出，则仍然比较懒惰。

请看表3-6“最低价买入—收盘价卖出 单利&复利收益试算表”。

表3-6 规则二：最低价—收盘价单利&复利收益试算表

证券名称	收盘价	最高价	最低价	最低-收盘价单利收益率	最低-收盘价复利收益率
丝绸转债	303.59	371.96	100	203.59%	303.59%
南化转债	269.7	300	100	169.70%	818.78%
鞍钢转债	117.85	151.6	95.01	22.84%	1005.79%
钢钒转债	144.5	151.3	100.22	44.28%	1451.16%
万科转债	145.33	167.85	94.02	51.31%	2195.75%
机场转债	153.85	170	89.99	63.86%	3597.95%
茂炼转债	120.95	144.88	98.05	22.90%	4421.88%
阳光转债	101.99	130.5	96	5.99%	4686.75%
侨城转债	158	164	101.79	56.21%	7321.17%
金牛转债	114.34	149.5	102.5	11.84%	8188.00%
丰原转债	145.01	165	101	44.01%	11791.54%
铜都转债	113.6	179.99	101.5	12.10%	13218.31%
民生转债	118.62	157	99.68	18.94%	15721.86%
江淮转债	130.4	135	102.97	27.43%	20034.36%
歌华转债	128	144	100.6	27.40%	25523.78%
云化转债	147.21	169	99.2	48.01%	37777.75%
雅戈转债	119.23	140	102.5	16.73%	44097.97%
包钢转债	140.48	152.5	98.66	41.82%	62539.73%
万科转2	193	195.88	103.01	89.99%	118819.24%
山鹰转债	122.64	123	100.57	22.07%	145042.65%
燕京转债	131	133	95.12	35.88%	197083.95%
复兴转债	138.2	149.82	98.03	40.17%	276252.57%
南山转债	122.24	191.6	97.98	24.26%	343271.45%
华西转债	143.98	169.49	96.2	47.78%	507286.54%
招行转债	169.08	176.99	98.65	70.43%	864568.45%
丝绸转2	140.5	151.68	95	45.50%	1257947.10%
邯钢转债	182	203.99	98.2	83.80%	2312106.77%
营港转债	176.98	186	103.62	73.36%	4008268.30%
水运转债	205.1	218	94	111.10%	8461454.38%
华发转债	285	299	107.53	177.47%	23477997.48%
柳化转债	176	176.67	106.1	69.90%	39889117.71%
首钢转债	215	205	95.3	119.70%	87636391.62%
国电转债	211.88	218.98	95.05	116.83%	190021987.94%
晨鸣转债	204.05	220	99.93	104.12%	387872881.79%

续表

证券名称	收盘价	最高价	最低价	最低-收盘价单利收益率	最低-收盘价复利收益率
招商转债	290.37	350	117	173.37%	1060328096.95%
华电转债	299.98	299.99	101	198.98%	3170168944.25%
华菱转债	231.61	279.44	99.45	132.16%	7359864220.98%
西钢转债	158	222	95.01	62.99%	11995842693.77%
天药转债	189.73	240	105.1	84.63%	22147924365.51%
上电转债	226.58	277.99	113.1	113.48%	47281388935.49%
创业转债	288.3	327.98	97.5	190.80%	137494279024.40%
韶钢转债	272.22	349.99	130	142.22%	333038642652.89%
凯诺转债	201.91	295	106.66	95.25%	650257949779.78%
海化转债	366	459.98	99.9	266.10%	2380594354143.76%
中海转债	110.02	214.05	103.5	6.52%	2535809106033.93%
桂冠转债	128.5	310	99.99	28.51%	3258768282164.21%
金鹰转债	146.5	223.67	106.85	39.65%	4550869906042.32%
海马转债	160.41	163.3	105	55.41%	7072506920980.36%
赤化转债	135.19	168	104.7	30.49%	9228914281187.28%
五洲转债	144.44	155	103	41.44%	13053376359311.30%
柳工转债	151.52	175	104.51	47.01%	19189768585823.50%
巨轮转债	150.52	228.8	105.01	45.51%	27923032269231.80%
南山转债	136.96	199	82.7	54.26%	43074069578517.00%
恒源转债	262.01	335	106.6	155.41%	110015481110490.00%
山鹰转债	152.67	185.46	100.29	52.38%	167641590116165.00%
大荒转债	138.96	204	105.85	33.11%	223147720603627.00%
龙盛转债	129.07	160.1	118.2	10.87%	247403877833241.00%
安泰转债	156.04	170	129.08	26.96%	314103963297083.00%
			总计	4208.83%	大约3.14万亿倍

这个规则下产生的收益率，无论是单利的42倍还是复利的3.14万亿倍，都比前一个规则“面值100元买入——收盘价卖出”要少。

为什么？这说明大多数可转债的历史最低价高于面值100元，所以才造成了同样以收盘价卖出，最低价的总收益反而低于初始发行价的现象。回头再次审视一下最低价数据，你会发现总共58只可转债中，共有25只曾经跌破面值100元，占比43.1%；但是除了南山可转债的82.7元远远低于面值，其他所谓的跌破，大多在95元以上。再反观最低价高于面值的，占比56.9%，不但占比更高，而且突破105元的有13只，占比39.39%；突破110元的有5只，突破129元的有两只！显然，最低价高于面值的幅度比跌破面值的幅度更大，范围更广。这和前面从收益率上分析出来的结论不谋而合。

这样的情况，在股票收益里是很难发现的。股票跌破发行价的现象，那是“司空见惯浑闲事”了。唯有可转债特殊的债性+保底，才能创造出这样奇

特的景象。反过来说，这也是对可转债保底特性的又一次数据证明：在面值100元附近持有可转债，长期来看，那真是相当安全啊！

接下来我们再“变态”点，以面值100元买入，以最高价卖出，看看会出现什么怪胎？

规则三：全部以可转债的面值**100**元买入，以场内最高价卖出。

这个规则是要挑战极限了。虽然100%以最高价卖出的可能性只有神才能做到，但是不妨碍我等凡人在此地意淫一下，至少它说明了可转债能给我们带来惊喜的极限。

而且，正是基于当前三个规则的表格试算，在后面章节中将会演化出更有实战意义、更容易在现实投资中实现的可转债投资优化方案，相当强悍哦！请读者拭目以待吧。

请看表3-7“规则三：面值买入—最高价卖出方案”给我们带来的震撼吧！

表3-7 规则三：面值买入-最高价卖出 可转债收益试算表

证券名称	收盘价	最高价	最低价	面值-最高价单利	面值-最高价复利收益率
丝绸转债	303.59	371.96	100	271.96%	371.96%
南化转债	269.7	300	100	200.00%	1115.88%
鞍钢转债	117.85	151.6	95.01	51.60%	1691.67%
钢钒转债	144.5	151.3	100.22	51.30%	2559.50%
万科转债	145.33	167.85	94.02	67.85%	4296.13%
机场转债	153.85	170	89.99	70.00%	7303.41%
茂炼转债	120.95	144.88	98.05	44.88%	10581.19%
阳光转债	101.99	130.5	96	30.50%	13808.45%
侨城转债	158	164	101.79	64.00%	22645.85%
金牛转债	114.34	149.5	102.5	49.50%	33855.55%
丰原转债	145.01	165	101	65.00%	55861.66%
铜都转债	113.6	179.99	101.5	79.99%	100545.40%
民生转债	118.62	157	99.68	57.00%	157856.28%
江淮转债	130.4	135	102.97	35.00%	213105.97%
歌华转债	128	144	100.6	44.00%	306872.60%
云化转债	147.21	169	99.2	69.00%	518614.70%
雅戈转债	119.23	140	102.5	40.00%	726060.57%
包钢转债	140.48	152.5	98.66	52.50%	1107242.37%
万科转2	193	195.88	103.01	95.88%	2168866.36%
山鹰转债	122.64	123	100.57	23.00%	2667705.63%
燕京转债	131	133	95.12	33.00%	3548048.48%
复兴转债	138.2	149.82	98.03	49.82%	5315686.24%

续表

证券名称	收盘价	最高价	最低价	面值-最高价单利	面值-最高价复利收益率
南山转债	122.24	191.6	97.98	91.60%	10184854.83%
华西转债	143.98	169.49	96.2	69.49%	17262310.45%
招行转债	169.08	176.99	98.65	76.99%	30552563.26%
丝绸转2	140.5	151.68	95	51.68%	46342127.96%
邯钢转债	182	203.99	98.2	103.99%	94533306.82%
营港转债	176.98	186	103.62	86.00%	175831950.69%
水运转债	205.1	218	94	118.00%	383313652.51%
华发转债	285	299	107.53	199.00%	1146107821.02%
柳化转债	176	176.67	106.1	76.67%	2024828687.39%
首钢转债	215	205	95.3	105.00%	4150898809.15%
国电转债	211.88	218.98	95.05	118.98%	9089638212.27%
晨鸣转债	204.05	220	99.93	120.00%	19997204067.00%
招商转债	290.37	350	117	250.00%	69990214234.51%
华电转债	299.98	299.99	101	199.99%	209963643682.11%
华菱转债	231.61	279.44	99.45	179.44%	586722405905.28%
西钢转债	158	222	95.01	122.00%	1302523741109.71%
天药转债	189.73	240	105.1	140.00%	3126056978663.30%
上电转债	226.58	277.99	113.1	177.99%	8690125794986.11%
创业转债	288.3	327.98	97.5	227.98%	28501874582395.50%
韶钢转债	272.22	349.99	130	249.99%	99753710850925.90%
凯诺转债	201.91	295	106.66	195.00%	294273447010231.00%
海化转债	366	459.98	99.9	359.98%	1353599001557660.00%
中海转债	110.02	214.05	103.5	114.05%	2897378662834180.00%
桂冠转债	128.5	310	99.99	210.00%	8981873854785950.00%
金鹰转债	146.5	223.67	106.85	123.67%	20089757250999700.00%
海马转债	160.41	163.3	105	63.30%	32806573590882500.00%
赤化转债	135.19	168	104.7	68.00%	55115043632682700.00%
五洲转债	144.44	155	103	55.00%	85428317630658200.00%
柳工转债	151.52	175	104.51	75.00%	149499555853652000.00%
巨轮转债	150.52	228.8	105.01	128.80%	342054983793155000.00%
南山转债	136.96	199	82.7	99.00%	680689417748379000.00%
恒源转债	262.01	335	106.6	235.00%	2280309549457070000.00%
山鹰转债	152.67	185.46	100.29	85.46%	4229062090423080000.00%
大荒转债	138.96	204	105.85	104.00%	8627286664463090000.00%
龙盛转债	129.07	160.1	118.2	60.10%	13812285949805400000.00%
安泰转债	156.04	170	129.08	70.00%	23480886114669200000.00%
			总计	6356.93%	这就是传说中的天文数字吧……

高山仰止，无言可表……却也基本上在意料之中。由于前面规则二已经计算出：面值100元的整体价格，其实低于历史整体最低价；同时可转债最高价肯定不低于收盘价。因此以整体较低的面值100元买入、以更高的最高价卖出，最终收益自然会更为丰厚。

从表3-7的单利计算数据可以看出，假设投资人碰到每个可转债都以面



值买入，然后以最高价卖出，12年来如果最初投入1万元，最后获利是63万；如果最初投入10万，最后获利是630万。当市场同时存在几只可转债时，显然计算规则是不能自动把钱分成几份买入的。但是，在实际操作中，投资者完全可以多拿些钱来同时同比例地投入。这样一来，投资者实际需要同时投入的资金要多一点，但是最后的收益却是可以实现的！

换言之，在12年中，可能投资者有时动用1万，有时动用5万，极少数时甚至动用八九万的资金，每只可转债限定只能投资1万元，一样能够达到最终收益63.56倍的效果，而且不难做到！如果把每次的收益重复投入，需要动用的资金会更少，最后的获利会更多！

这还是单利的计算方案，每只可转债每次只能投入1万元，如果按照复利方式进行滚动操作，每次都是100%的本金加全部收益重复投入、投入、再投入的话，计算出来的结果是23480886114669200000.00%这样一个天文数字，大概是23亿亿倍，仅供参考，读者瞻仰一下就可以了，实际操作犹如天方夜谭，做做梦就赶快忘了吧。

我们还可以搞出规则四、规则五，比如最低价买入、最高价卖出，或者其他方案，但基本都在以上三个规则的窠臼里，实际意义不大。以上的三个规则当中，都存在不同程度的实际操作困难，比如面值买入的问题或者最高价卖出的问题，现实操作中不太可能做到，但是本书却可以近似地做到，而且其效果要远远好于懒惰的“规则一：面值买入—收盘价卖出”和“规则二：最低价买入—收盘价卖出”。这一重大问题，留待精华部分《第4章 可转债投资三大流派和八项注意》和《第5章 最简单的投资：唾手可得的5+3个投资组合》中予以详解，有心的读者不妨留意一下。

总而言之，可转债的战绩恐怖如斯，实在不可思议。回想前文讲过的可转债原理，似乎也不能完全解释，稳健保守的可转债竟然如此剽悍！为什么？先想想，下一章就揭晓谜底。

# 第26节 为什么可转债的收益率这么恐怖

“复利是人类创造的第八大奇迹。”

——阿尔伯特·爱因斯坦

为什么可转债的收益率高得这么离谱？原因无他，不亏损和复利的叠加效应而已。

请再次翻阅第25节的表3-4、表3-5、表3-6和表3-7中的任何一个，不知道读者是否注意到，每个可转债的收益率都是正的，无一亏损！

为什么做股票常常亏损？是因为赚和亏是交替出现的，而且亏损的次数多于赚钱的次数。前面我们曾经讲过，假设一个人第一次亏损了三分之一，那么必须第二次保证要赚二分之一才能回本，因为： $1/3 \div (1-1/3) = 1/2 = 50\%$ ，实现的难度太大了。假如要想原成本翻番的话，第三次就必须赚100%，难度更大。

而假设此人每次都能小赚一笔，比如第一次就赚了四分之一，第二次仍然是赚了四分之一，第三次还是赚四分之一，复利的最后结果就是195.3%，已经很接近翻番了。

很显然，每次小赚四分之一与必须要赚到一个50%再加一个100%相比，容易多了。

正是这个原因，巴菲特等诸多投资大师一再强调“安全边际”和“不要亏钱”的重要性。

此时请再反观可转债收益表，那是不是等于做了58次“只赚不亏”的交易！想想看，如果一个投资者，能够准确地连续58次操作都能赚钱，而且盈利都在23%~360%之间，用脚后跟都能想出来，最终获利必然是高耸入云

了。这样的人是什么？股神，绝对的股神！

可转债正是这样的一个投资品，业绩看起来神奇无比，实质仅仅是因为保底的天性，在时间的催化剂下完成了**58**笔必胜的交易而已！就是这么简单！

至于复利计算的夸张业绩，其实一点也不神奇。相信读者都记得印度传说中在国际象棋棋盘上摆谷粒的故事吧？第一格仅仅是一粒谷子，第二格是两粒，第三格是四粒，每次均在前面的基础上翻一番，以此类推到64个格子，也就是2的64次方……

2的64次方，已经让整个王国的谷仓为之一空；那么58次成功的交易，每次交易收益率都在30%~360%之间（只有山鹰可转债23%例外），连续滚动连本带利地投入，所造成的复利收益率也就没有那么耸人听闻了吧？

其实真的很简单。

不亏损，保证了连续正向的盈利，保证了雪球只会增加，不会缩小。

复利的杠杆效应，再加上58次——或者说12年时间——把斜坡铺垫得足够长远，于是雪球越滚越大，以至于令人瞠目结舌。

这就是可转债背后最大的秘密。

数字让人狂喜，也让人绝望。只有见到了这些数字，投资人才知道自己错过了一个多么伟大的时代，一个多么伟大的机会和一个多么伟大的投资极品。

——包括笔者在内。

好在，

——来日方长！

相信可转债，相信时间的发酵吧，你给可转债一个机会，得到的必然是

奇迹。

——香醇如老酒一样的馥郁奇迹。

# 第27节 买到100元以下的可转债很难吗

“100元以下的可转债，不是买不买得到的问题，而是遍地都是的时候你敢不敢买的问题。”

——可转债投资网友 “可转债也有春天”

第26节讲到，在面值100元买入可转债，其效果甚至比上市后的最低价都要好。但是，可转债发行时基本是原股东配售和申购摇号同时进行的，不能保障100%买到。那么，在实际操作中，在面值附近甚至面值以下买到可转债是不是很难呢？答案是否定的，不仅如此，这个面值以下的价格往往还能持续一段较长的时间，平均长达168天。

请看网友统计的大部分可转债跌破面值情况统计表3-8，仅供参考。

表3-8 可转债跌破面值情况统计表

转债代码	转债名称	跌破面值天数	最低价格	跌破面值开始日期	最低价格对应日期	跌破面值结束日期
100009	机场转债	319	96.09	2000-3-27	2000-5-15	2002-5-27
100087	水运转债	426	94.71	2002-8-28	2003-1-7	2006-4-4
100117	西钢转债	264	95.43	2003-10-9	2004-11-18	2005-12-12
100196	复星转债	8	98.2	2003-11-17	2003-11-18	2003-12-23
100220	阳光转债	195	96.88	2002-5-16	2002-11-27	2003-12-3
110001	邯钢转债	71	98.37	2004-11-18	2005-1-20	2005-5-16
110010	包钢转债	58	98.77	2004-11-25	2004-12-6	2005-4-6
110036	招行转债	8	98.75	2005-1-4	2005-1-5	2005-1-13
110219	南山转债	144	98	2004-12-20	2005-6-15	2005-11-4
110874	创业转债	88	98.97	2004-10-22	2005-1-21	2005-3-22
125002	万科转债	128	94.4	2002-9-6	2003-1-22	2003-3-24
125729	燕京转债	221	96.05	2002-10-31	2002-12-13	2005-12-14
125822	海化转债	1	99.94	2005-12-5	2005-12-5	2005-12-5
125932	华菱转债	15	99.54	2004-12-27	2005-4-15	2005-4-21
125936	华西转债	236	96.32	2003-9-25	2003-11-10	2005-7-5
125959	首钢转债	211	95.4	2004-10-20	2004-12-20	2005-12-20
126301	丝绸转2	577	95.4	2002-9-24	2003-11-7	2006-1-11
110002	南山转债	115	82.7	2008-8-5	2008-10-29	2009-1-22
110003	新钢转债	95	90.64	2008-9-5	2008-10-29	2009-2-10
平均		168天	96.03元			

## 第28节 为什么可转债能保底，仍然有人说亏损

“八戒道：‘师父，你原来不知。古人划地为牢，将棍子划个圈儿，强似铁壁铜墙，假如有虎狼妖兽来时，如何挡得住？只好白白地送与他吃罢了。’……三藏闻此言，就是晦气星进宫：遂依呆子，一齐出了圈外。”

——西游记《第五十回 情乱性从因爱欲 神昏心动遇魔头》

看过《西游记》的人都知道，每次孙悟空远行化斋的时候，总会用金箍棒在地上画个亮晃晃的圈子，让唐僧师徒坐进去，并嘱咐说：“老孙画的这个圈，强似那铜墙铁壁。凭他甚么虎豹狼虫，妖魔鬼怪，俱莫敢近。但只不许你们走出圈外，只在中间稳坐，保你无虞；但若出了圈儿，定遭毒手。千万，千万！至嘱，至嘱！”

然而，每次唐僧总是不听孙悟空的嘱咐，而是听了猪八戒的话，贸贸然走出铜墙铁壁似的圈子，结果落入妖精之手，后悔莫及。

这个故事与可转债投资失败者的命运何其相似！

本来，可转债的条款就像大师兄的金箍棒划好的圈子，约定利息、承诺还本、回售保护、向下修正转股价乃至公司发债资格审查等，证监会等上级部门已经从源头到法律、到过程、到后果，把投资人的利益给保护了个密不透风，投资人只要在圈子里乖乖地等着孙悟空把斋化回来，直接开饭就行了。然而，他偏不！

为什么？还是老毛病：贪婪和恐惧！

凡是在网上遇到说可转债不好、投资可转债亏钱的人，仔细一问，几乎100%都不是在面值附近买入并坚持在收盘价以上卖出的，毫无例外。

在面值附近的时候不买；到了面值以下还是不买，总想买到更低的价格。真的创了新低了，反而急不可耐地割肉卖出了，唯恐还有更低的价格卖亏了——却全然忘了有100%的保底，更有到期前130元以上的极大可能性！

可转债价格冲上120元、130元、140元，甚至180元，不计后果一窝蜂地买入，期权价值也出来了，转股前景也光明了，唯恐后面的好事没有自己的份儿——却彻底忘记了基本常识：上了140元、180元的可转债，还有100%保底的保护吗？

——这不是可转债投资应有的策略，而是追涨杀跌的股票投资风格。

这就等于主动脱离了面值附近100%保底的铜墙铁壁，跑出圈去和妖精们群魔乱舞，不被吃得皮骨无存才奇怪！

孙悟空的圈子是铜墙铁壁，可转债的条款是铁壁铜墙，奈何里面的人非要自己爬墙出来，怪墙壁有什么用！？

可转债是一坛老酒，需要时间来发酵。如果为了短线的小利而追涨杀跌，实在失去了可转债投资的本来意义，无异于用茅台洗脸、焚琴煮鹤不说，还置自己于危墙之下！

因此，可转债的投资，一定要坚持确定性原则，咬定青山不放松，不为短线的浮云遮望眼，不为一切的诱惑动心，坚持纪律，最后才能积小胜为大胜，以时间换暴利。

所以，二师兄的话不能乱听，师傅的心眼不能乱动，还是大师兄的圈子靠谱：虽然有点无聊，虽然有点单调，但是胜在安全！何况等一会就有斋饭吃；长此以往，才能修成正果啊！





## 第4章 可转债投资三大流派和八项注意

本章介绍可转债投资方法中常见的三大流派和相关的投资基本知识。

由于本书推崇的投资是简单和低风险（最好是无风险、零风险），所以对于其中两大流派——期权定价派和规则套利派，仅仅做一定的介绍，有兴趣的读者可以进一步参考专业书籍学习研究。需要指出的是，两者需要复杂的数学计算和丰富的市场操作经验，而且多少具有不同程度的风险，不能**100%**保底，不适合普通的可转债投资者。

对于可转债投资中的一些注意事项，本章再次做出了重点提示，建议可转债投资者在未来的投资实战中，慢慢领悟，细细体会。

### 本章要点集萃

- 可转债投资大致分为三派：安全分析派、期权定价派和规则套利派，其他方法基本是这三大流派的分支或滥觞。
- 三大流派中，安全分析派是风险最小的，也是最简单的，简单到不可思议。
- 期权定价派和规则套利派不是零风险投资。

- 投资可转债的全程，就是对一个人心性的磨练过程。
- 不要相信“鬼故事”。
- 如果你没有信心持有可转债到130元以上，那么你最好一分钟也不要持有它。
- 要站在大股东的角度想问题，越狡猾越好，越卑鄙越安全。
- 要有最坏的打算。
- 不要在面值以下割肉。切记！切记！
- 没有最好的方式，只有最适合自己的方式。
- 可转债投资不败之根本：不预测，不放弃，咬定青山不放松，必胜！

## 第29节 安全分析派：掐头去尾的忍者神龟

“无论什么时候，安全都是第一位的。注意安全的，胆怯如乌龟可以长命百岁；奋不顾身的，凶猛如狮子，往往食不果腹。这一点，无论在股市还是在自然界都一样。”

——著名投资人 石波

可转债的投资方法有千百种，但是总结起来，可以大致分为三大流派：安全分析派、期权定价派和规则套利派，其他的投资方法，基本可以看成这三大流派的分支甚至滥觞。

在三大流派中，安全分析派是风险最小的，也是最简单的，简单到不可思议。

两年前，在国内著名财经网站——和讯财经（[www.hexun.com](http://www.hexun.com)）的债券论坛上，曾经有一位投资人发帖这样说：

“可转债很难做吗？”

根据十多年做可转债的经验，应该说既可以说难又可以说容易。

难在哪里？

你的目标如果是做一只可转债赚到它大部分收益应该比较难。

但是，如果你像我一样设定好时间，一般两年；设定好收益30%，应该非常简单。

这么多的可转债除了虹桥机场以外，我都没有拿超过两年，都实现了30%以上的收益。最快的是2003年的钢钒，最爽的是南山股改不小心赢利70%~80%了。

所以，可转债很好做。还有一点，买可转债要在110元以下买。

总结：在110元以下买，最多放两年，收益30%以上抛，可转债很棒、很简单。”

其实，这就是标准的安全分析派风格。

安全分析派就是在充分解读了可转债的本质和条款以后，把握住可转债发行公司的心理，集中抓住主要矛盾：面值以下可以100%保底和到期之前99%可以上130元的特性，牢牢坚守面值100元以下买入和130元以上卖出的纪律，咬定青山不放松！就这么简单。

简单的策略，收益却不一定简单，不妨让我们利用“第25节 精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱”中的表3-4，算一算采用这样的策略收益几何？为了简化问题，我们简单采用在面值100元买进，然后到了130元和140元立即卖出的策略。最高值未到130元的唯一一只山鹰转债，采用收盘价的近似价格123元计算；最高价未到140元的，以最高价计算。请看表4-1。

表4-1 面值130元和面值140元模拟收益率试算表

证券名称	收 盘	最 高	面值-130元 单利	面值-130元 复利收益率	面值-140元 单利	面值-140元 复利收益率
丝绸转债	303.59	371.96	30.00%	130.00%	40.00%	140.00%
南化转债	269.7	300	30.00%	169.00%	40.00%	196.00%
鞍钢转债	117.85	151.6	30.00%	219.70%	40.00%	274.40%
钢钒转债	144.5	151.3	30.00%	285.61%	40.00%	384.16%
万科转债	145.33	167.85	30.00%	371.29%	40.00%	537.82%
机场转债	153.85	170	30.00%	482.68%	40.00%	752.95%
茂炼转债	120.95	144.88	30.00%	627.49%	40.00%	1054.14%
阳光转债	101.99	130.5	30.00%	815.73%	30.50%	1375.65%
侨城转债	158	164	30.00%	1060.45%	40.00%	1925.90%
金牛转债	114.34	149.5	30.00%	1378.58%	40.00%	2696.27%
丰原转债	145.01	165	30.00%	1792.16%	40.00%	3774.77%
铜都转债	113.6	179.99	30.00%	2329.81%	40.00%	5284.68%
民生转债	118.62	157	30.00%	3028.75%	40.00%	7398.56%
江淮转债	130.4	135	30.00%	3937.38%	35.00%	9988.05%
歌华转债	128	144	30.00%	5118.59%	40.00%	13983.27%
云化转债	147.21	169	30.00%	6654.17%	40.00%	19576.58%
雅戈转债	119.23	140	30.00%	8650.42%	40.00%	27407.21%
包钢转债	140.48	152.5	30.00%	11245.54%	40.00%	38370.09%
万科转2	193	195.88	30.00%	14619.20%	40.00%	53718.13%
山鹰转债	122.64	123	23.00%	17981.62%	23.00%	66073.30%
燕京转债	131	133	30.00%	23376.11%	33.00%	87877.49%
复兴转债	138.2	149.82	30.00%	30388.94%	40.00%	123028.48%
南山转债	122.24	191.6	30.00%	39505.62%	40.00%	172239.88%
华西转债	143.98	169.49	30.00%	51357.30%	40.00%	241135.83%
招行转债	169.08	176.99	30.00%	66764.49%	40.00%	337590.16%
丝绸转2	140.5	151.68	30.00%	86793.84%	40.00%	472626.23%
邯钢转债	182	203.99	30.00%	112832.00%	40.00%	661676.72%
营港转债	176.98	186	30.00%	146681.59%	40.00%	926347.40%
水运转债	205.1	218	30.00%	190686.07%	40.00%	1296886.37%

续表

证券名称	收 盘	最 高	面值-130元 单利	面值-130元 复利收益率	面值-140元 单利	面值-140元 复利收益率
华发转债	285	299	30.00%	247891.90%	40.00%	1815640.91%
柳化转债	176	176.67	30.00%	322259.46%	40.00%	2541897.28%
首钢转债	215	205	30.00%	418937.30%	40.00%	3558656.19%
国电转债	211.88	218.98	30.00%	544618.49%	40.00%	4982118.66%
晨鸣转债	204.05	220	30.00%	708004.04%	40.00%	6974966.13%
招商转债	290.37	350	30.00%	920405.26%	40.00%	9764952.58%
华电转债	299.98	299.99	30.00%	1196526.83%	40.00%	13670933.61%
华菱转债	231.61	279.44	30.00%	1555484.88%	40.00%	19139307.06%
西钢转债	158	222	30.00%	2022130.35%	40.00%	26795029.88%
天药转债	189.73	240	30.00%	2628769.45%	40.00%	37513041.83%
上电转债	226.58	277.99	30.00%	3417400.29%	40.00%	52518258.56%
创业转债	288.3	327.98	30.00%	4442620.37%	40.00%	73525561.98%
韶钢转债	272.22	349.99	30.00%	5775406.48%	40.00%	102935786.78%
凯诺转债	201.91	295	30.00%	7508028.43%	40.00%	144110101.49%
海化转债	366	459.98	30.00%	9760436.96%	40.00%	201754142.08%
中海转债	110.02	214.05	30.00%	12688568.04%	40.00%	282455798.92%
桂冠转债	128.5	310	30.00%	16495138.46%	40.00%	395438118.48%
金鹰转债	146.5	223.67	30.00%	21443679.99%	40.00%	553613365.88%
海马转债	160.41	163.3	30.00%	27876783.99%	40.00%	775058712.23%
赤化转债	135.19	168	30.00%	36239819.19%	40.00%	1085082197.12%
五洲转债	144.44	155	30.00%	47111764.94%	40.00%	1519115075.97%
柳工转债	151.52	175	30.00%	61245294.43%	40.00%	2126761106.36%
巨轮转债	150.52	228.8	30.00%	79618882.75%	40.00%	2977465548.90%
南山转债	136.96	199	30.00%	103504547.58%	40.00%	4168451768.46%
恒源转债	262.01	335	30.00%	134555911.85%	40.00%	5835832475.85%
山鹰转债	152.67	185.46	30.00%	174922685.41%	40.00%	8170165466.19%
大荒转债	138.96	204	30.00%	227399491.03%	40.00%	11438231652.67%
龙盛转债	129.07	160.1	30.00%	295619338.35%	40.00%	16013524313.73%
安泰转债	156.04	170	30.00%	384305139.85%	40.00%	22418934039.23%
合计			1733.00%	约384万倍	2281.50%	约2.2419亿倍

可见，即使采用这种很保守的策略，依然分别获得12年17.33倍和22.82倍的单利收益率！这个收益看似不稀奇，但是仔细想想，12年来在股票市场上，平均每年单利收益144.42%和190.13%，最后能拿到这17倍或者23倍收益的，真正又能有多少人呢？而这一切，不但是100%保底无风险的，还是由一个简单到不到两行文字的规则自动完成的！

说稀奇，也不稀奇，看过“第25节 精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱”应该会理解：这，只不过是连续做对了58次的股市交易，每次的收益率30%和40%而已！

这就是不亏损和复利的又一次奇迹，可转债的又一次奇迹。

至于复利计算，前文说过，因为可转债往往是有多只同时在市场上交易的，所以投资人不可能同时全仓（本金+前次所有收益）买入，因此不会真的出现本节计算出的恐怖数字。但是，这些数字不是毫无价值的！就算12年来，投资者每年只做一只可转债，每只可转债分别盈利30%和40%，这个应该是很容易做到的，那么复合收益率将会是多少呢？

在12年中每年一只可转债盈利30%： $(1+30\%)$ 的12次方=23.298倍；

每年一只可转债盈利40%： $(1+40\%)$ 的12次方=56.694倍。

如果是12年来，每年操作两只可转债呢？收益分别是：

每年两只可转债盈利30%： $(1+30\%)$ 的24次方=542.801倍；

每年两只可转债盈利40%： $(1+40\%)$ 的24次方=3214.1997倍。

无论哪个数字，都比12年的单利总收益率要高得多。虽然没有原先的复利总收益那么惊人，但是不再虚无缥缈，而是完全有可能在投资实践中实现！

总的来说，安全分析派是真正懂得了可转债投资精髓的，也是真正理解了安全的重要性。在他们看来，赚多少钱固然重要，但是不被风险的巨浪打湿、打沉才是第一位的。所以，无论外面是黄金万两，还是烽烟万丈，安全分析派总是像忍者神龟那样缩在坚固的壳子里，不为所动，既不在100元以下畏惧割肉，也不在140元以上贪婪死守，掐头去尾，安安心心地就吃100元到130元、140元这30%~40%的利润，看似愚钝，其实大巧若拙。

安全分析派独到的好处是既安全，又简单。投资者只要坚守纪律，甚至无须太多关心股市和股票本身，耐心等待强制赎回的到来就行了，这特别适合信息和技术都处于劣势的小散户们。

不过，看着可转债最高价动辄能到200元、300元，安全分析派却只能吃

到其中30%~40%的一小段利润，未免有点.....太暴殄天物了，是吧？

呵呵，安全分析派的投资方法虽然保守，却也不是一成不变。在后面的“第38节 最省心的组合：‘面值—最高价折扣法’”中，笔者将会介绍由本节衍生出来的一种优化可转债投资规则，风险只增加了1%，收益却有可能翻一番，甚至更多！



# 第30节 期权定价派：二叉树、B-S和蒙特卡洛法

“一切数学公式模型，都是人类发明出来，并为人类服务的。它们与人类最大的区别就是没有感情，特别是恐惧和贪婪。公式不会看到金发碧眼和黄金白银就亢奋发狂，也不会面对枪林弹雨和2012而瘫软发抖，即使对一个最出色的交易员来说，这也是难于登天的品质。”

——《华尔街的猴子》安德鲁·贝宁森

期权定价派是把可转债看成一种特殊形式的期权（中国市场称之为权证），然后套用国外成熟的各种期权定价数学模型，对可转债进行数量化估值和定价的投资方法。

期权定价派是量化投资的一个分支，理论上他们完全依赖数学模型来计算可转债的“理论价值”，然后以此为依据进行买入和卖出，因此避免了人类常见的恐惧和贪婪等负面情绪对投资结果的影响。

由于这个流派把可转债的本质看成是期权，所以其模型大多直接套用来自国外对期权的成熟研究成果。目前国际上的期权定价方法五花八门，但主流的主要有四种：Black-Scholes方法（简称B-S）、二叉树定价法、蒙特卡罗模拟法以及有保值参数和杠杆效应的解析表达式等。其中Black-Scholes方法是这里面唯一的解析方法，而其余三种都是数值法。

但是，可转债的实际情况要远远比传统的期权复杂得多。可转债是在传统的公司债券基础上附以各种期权所形成的较为复杂的衍生产品，通常附在可转债上的期权如下。

投资者所享有的看涨期权：即以特定价格将可转债转换为公司股票的权利；

投资者享有的回售权：即可转债的回售保护条款；

上市公司享有的赎回权：即可转债的强制赎回条款；

上市公司享有的修正权：即可转债的向下修正转股价的权利。

因此，可转债是一种含有路径、依赖美式期权的奇异期权，由于附加在可转债上的各种期权具有相互依赖的特征，因此对于可转债的定价通常不能把这些附加期权分割开来独立定价，而需要把它们作为一个有机的整体来看待。所以，当前市场上所通用的这些基本的定价方法，无论是B-S定价公式、二叉树模型还是蒙特卡洛模拟法中的任何一种，都不能100%完全满足可转债定价的需求。究其原因，还是因为这些定价方法无一例外地把可转债看作简单的看涨期权来处理，而忽略了可转债的其他附加条款，以致定价结果总会出现这样那样的或多或少的偏差。

单纯用B-S欧式期权定价模型来为可转债定价，则忽视了各种附加条款对于可转债价值的影响。二叉树方法倒是能够有效地解决美式期权的定价问题，但是对于含有路径依赖条款的期权定价还是力所不能及的。蒙特卡罗模拟方法通过生成多条股价的可能路径，对解决路径依赖的期权定价收效显著，但对美式期权的定价依然力不从心。因此，只有综合使用这些工具，特别是结合保值参数和杠杆效应的解析表达式等方法，才能达到最好的效果。

中国可转债的特色，使得计量复杂程度更甚。中国可转债的票面利率高，存续时间短，初始转股价溢价低，回售价格却高，转股价修正概率更远远大于国外，种种不同很容易造成“差之毫厘，谬以千里”，纯粹照搬国外模型，小心犯了极左的机械主义路线错误。

无论是哪种期权定价方法或者工具，都需要投资者对高等数学具有一定的素养。对数学天生免疫的读者，还是早点直接翻到下一页吧。

需要提醒的是，大多数定价模型即使在140元以上，也会根据数学计算推荐买入；虽然可能获得更高收益，但也增加了亏损的可能，对风险极端厌

恶的投资者最好心中有数。

# 第31节 规则套利派：闻风数浪十面埋伏

“很多所谓的‘无风险套利’，不是名字叫‘无风险’就真的是无风险。风险从来不是体现在名字上，而是像鬼一样，你知道它存在，但永远看不见……心中没有风险的操作，就像是刀尖上的舞蹈，或是在刀尖上舔蜜，早晚不是伤了腿，就是伤了嘴。”

——债券财经评论员 吴华伟

规则套利派，前文已经或多或少提到过。这一流派，对于可转债的各种条款烂熟于胸，对于股价的即时走势时时关心。其核心就是利用可转债的公开规则，再结合市场价格的有利变动，在正股或可转债价格的关键节点上埋伏进去，给予势在必得的最后一击！

利用规则套利，主要是结合可转债的向下修正转股价条款和回售保护条款，有时也涉及强制赎回条款。既含有可转债套利，也含有正股套利，一般常见的有以下几种情况。

## 1. 正股即将满足向下修正转股价条件，提前买入正股等待拉升。

比如，某只可转债的向下修正转股价条件为“连续20天低于转股价的80%……”，当连续10几天正股股价低于转股价80%时，可以买入部分正股套利。一般上市公司为了避免触发转股价的下调，会适当拉抬股价。此时投资者可坐收渔利。

不过，如果股市大跌，或者上市公司无力拉抬股价，依然有亏损的风险。

## 2. 正股即将满足回售保护条件，提前买入正股等待拉升。

比如，某只可转债的回售保护条件为“连续20天低于转股价的70%

.....”，当连续10几天正股股价低于转股价70%时，可以适量买入部分正股套利。上市公司为了避免回售的发生，可能面临两个选择：直接拉抬股价回到转股价的70%或80%以上，或者直接下调转股价。如果选择的是前者，此时正股投资者可坐收渔利。

### 3. 正股即将满足强制赎回条件，提前买入正股等待拉升。

比如，某只可转债的强制赎回条件为“连续30个交易日中有15个交易日高于转股价的130%.....”，当连续10几天正股股价高于转股价130%，忽然短期有一段时间跌下130%，此时可以适当买入部分正股套利。一般上市公司为了尽快促成转股的最后完成，必然会适量拉抬股价以保持在转股价的130%以上。此时投资者可坐收渔利。

此时介入正股，风险较小，比前两种情况盈利的可能性都要高。

### 4. 正股即将满足修正向下转股价条件，提前买入可转债等待拉升。

比如，某只可转债的向下修正转股价条件为“连续20天低于转股价的80%.....”，当连续10几天正股股价低于转股价80%时，一般上市公司为了避免触发转股价的下调，会适当拉抬股价；但是如果股市大跌，或者上市公司无力拉抬股价，很有可能选择如约下调转股价。此时可转债价格会应声上涨，可转债投资者可坐收渔利。

请注意，下调转股价是公司的权利，而不是义务，所以虽然可能性较大，毕竟不是100%的，投资者要根据市场、股价和公司具体情况分析确定。

### 5. 正股即将满足回售保护条款，提前买入可转债等待拉升。

如第2种情况所述，某只可转债的回售条件为“连续20天低于转股价的70%.....”，当连续10几天正股股价低于转股价70%时，上市公司为了避免回售，可能面临两个选择：直接拉抬股价回到股价的70%或80%以上，或者直接下调转股价。如果发生的是后者，判断准确的话，投资者可提前买入可

转债等着“坐轿子”。

回售保护时面对的情况比较复杂，上市公司的选择也比较多样，投资者一定要具体情况具体分析。如即将触发回售时，市场大势较好，上市公司更可能选择直接拉抬股价，此时适合买入正股套利；如果大市低迷，公司又没有什么实质利好时，直接下调转股价比较合算，此时买入可转债套利比较好。

#### 6. 正股即将满足强制赎回条件，提前买入可转债等待拉升。

比如，某只可转债的强制赎回条件为“连续30个交易日中有15个交易日高于转股价的130%.....”，当连续10几天正股股价高于转股价130%，忽然有一段时间跌下130%，此时既可以买入正股套利，也可以酌情买入可转债套利。

一般此时离强制赎回仅仅一步之遥，上市公司为了尽快促成转股的最后完成，必然会拉抬股价保持在转股价130%以上一段时间。此时利用可转债套利，虽然风险较小，但是由于有期权特性，可转债价格往往已在130元以上，基本上失去了保底的特性，所以套利风险和正股相当，收益也差不多。

#### 7. 可转债价格大跌，直接买入可转债套利。

有时候由于市场恐惧情绪蔓延，可转债价格会跌到不可思议的地板价。此时买入可转债，即使持有到期也能100%获得4%以上的收益，如遇股市回暖更可能有暴利。

前面章节提到过，82.7元的南山可转债，持有到期收益达到8%，而实际收益率最高达到140%，就是一个很好的例证。2011年下半年，由于中石化可转债2期再融资的超大利空打击，于当年9月27日最低价达到了85.95元，即使持有到期也能有年化4%的收益率，而实际上不到一个月，在10月28日时最高价已经达到102.59元，收益率达19.36%，年化收益率更加高达232.32%！

## 8. 到期赎回出现的套利情况。

可转债到期后，往往以一个到期赎回价直接赎回。比如，目前市场上还存在的河北钢铁可转债（原名唐钢可转债），其到期时间为2012年12月13日，到期赎回价格为112元，市场价为107元左右。如果持有到期，保底收益率为一年5%左右；但是假如河北钢铁有决心解决转股问题，那么可转债价格很有可能在到期之前冲上120元、130元，那么相应的年化收益率则可以达到15%、25%。

## 9. 其他可能出现的套利情况。

除了以上所述的常见情况，还有一些比较少见的套利情况也有可能出现。比如，在回售价以下抢入可转债，然后以回售价回售给上市公司。虽然少见，但是这种情况确实发生过。虽然利润率不高，往往只有一到两个百分点，但是确定性极高，风险极小，不过十几天就能稳稳获利，年化收益率也是相当可观的。此外，如果上市公司改变资金用途，或者上市公司被其他公司购并（如前面说的河北钢铁和唐钢可转债）等事项，都有可能造成可转债价格的变动，给套利带来良机。

无论是以上哪种套利，都不是无风险的，只能做到低风险和更低风险。投资者一定要结合可转债的具体条款和市场的即时走势，实事求是地分析，千万不能以个人主观愿望代替上市公司的大脑来进行思考，一定要客观冷静，最好用技术分析来做辅助。

总的来说，安全分析派的风险最小，投资需要的时间较长，其投资方法最简单；规则套利派的风险适中，基本多为短线操作，需要一定的技术分析基础即可；期权定价派的风险相对来说较大，操作可以长短结合，需要的专业理论知识较为精深。说到底，这些投资方法只是一种工具，没有最好的，只有最适合自己的，投资人可以根据自己的具体情况选择。

本书以控制风险和简单投资为主要目的，因此重点推荐的是安全分析法，适时辅以规则套利法，期权定价法则基本不予重点推介。

## 第32节 可转债投资的八大注意

“细节决定成败。”

——美国商学院箴言

古语说：“泰山不拒细壤，故能成其高；江海不择细流，故能就其深。”

可转债的投资，是一个长期、细致和琐碎的工作，需要有过人的耐心和意志力，既要可转债的每项规则条款都读熟了、吃透了，还要对机会的出现抱有绝对的信心和忍耐力。可以说，投资可转债的全程，就是对一个人人性的磨练过程。

可转债以其下有保底和上不封顶的特色“鹤立鸡群”，与之俱来的是条款较多、规则复杂，特别是行使条款的主动权大多操于上市公司之手，价格发展的趋势和前景自然波诡云谲。好在万变不离其宗，面值附近保底和转股成功概率极大的两大特性，可以为持有人到达彼岸保驾护航，只要投资者不要自己吓唬自己就好。

除了以上介绍的三大投资流派，还有八项重要的注意，投资人也应时刻铭记在心。

### 1. 不要相信“鬼故事”

市场上总是有这样或者那样的“鬼故事”，比如南山铝业要破产，国企大转债都要发转债2和转债3，中国银行业实际已经破产等。事实一再证明，所有的“鬼故事”都是活生生的人编出来的！当鬼故事肆虐市场的时候，不要夺路而逃、恐慌割肉，倒是该考虑考虑满地黄金抢不抢的时候了。

### 2. 要坚守纪律和原则

一艘空船是很难被浪头打翻的，船也不会自己把人扔进河里。相反，倒是人经常自己把船弄翻，或者开到礁石上。既然已经制定了纪律，确定了原



则，明确了方向，就应该矢志不移地坚守，而不是闻风丧胆，谈虎色变。

### 3. 做自己最熟悉的事情

如果你没有信心持有可转债到130元以上，那么你最好一分钟也不要持有它。同样，如果你还没有看明白可转债，建议最好碰也不要碰它。如果你确实读懂了可转债，我无须再多说一句话，因为你已经知道该怎样做——无论碰到何种所谓的“意外情况”。

### 4. 不要用主观愿望去猜测上市公司的动向

屁股决定立场。巴菲特说，“永远也不要问你的理发师是否该理发。”同样，与持有可转债的人谈持有的好处，与不买可转债的人谈可转债的利空，也是愚蠢的。不用张嘴你就应该知道他们会讲什么。同样，不要用自己的美好愿望代替上市公司的大脑，你们是两个不同的阵营。相反，要站在大股东的角度想问题，越狡猾越好，越卑鄙越安全。

### 5. 要有最坏的打算

从来就没有什么救世主，大股东不是慈善家，从来不是！

### 6. 不要在140元以上追高

如果你坚持这样做，还不如直接去炒股票。这就相当于100岁的老寿星去玩蹦极。

7. 不要在面值以下割肉。切记，切记！（加上3条安全线更好，尤其是重仓线）

### 8. 永远记住安全第一

不要忘了巴菲特的话，他不仅比你多活了几十年，还比你多挣了几千亿，而且是美金！

## 第33节 安全投资的最大敌人：预测，预测，还是预测

“前识者，道之华而愚之始也。”

——老子《道德经》

“夫未战而庙算胜者，得算多也；未战而庙算不胜者，得算少也。多算胜，少算不胜，而况于无算乎！吾以此观之，胜负见矣。”

——孙子《孙子兵法》

对于所有的安全投资者来说，最好的朋友就是确定性，最大的敌人莫过于不确定性。巴菲特就是通过计算企业的“内在价值”来锁定确定性的。虽然股价是不可确定的，但是“内在价值”是可以确定的，而股价早晚要回归企业的“内在价值”。所以，巴菲特等于通过可以计算的“内在价值”，暗度陈仓，变相地“确定”了不可计算的股价，从而锁定了利润。

可转债投资——此处特指安全分析法——与此类似。它也无法预测未来的价格，尤其是无法确定最高价，但是可以确定的是：到期之前正股股价冲上转股价的130%以上是十拿九稳的。因此，等于利用规则确定了一个安全获利的空间——面值100元到130元，仅此而已！130元以上，不是不可能，也不是利润不丰厚，只是脱离了安全区，“君子爱财，取之以道”，既然已经脱离了“此道”，最好还是“不取也”，尽早撤退。

这就像一个人，每天带着心爱的小狗去散步。伶俐的小狗一会儿跑到主人后面，一会跑到主人前面，四处乱转。相信任何人也无法确定某一时刻，小狗究竟会在哪个具体的位置——如果有人说能，我想那一定是骗子，或者……他就是小狗自己。

巴菲特的方式是，我不会预测小狗的位置，但是我会知道主人的位置，小狗总会跑到主人身边的，所以我只关注主人就可以了。

可转债的安全分析法则是：“我也不会预测小狗的位置，但是我知道主人的家在哪里，所以我既不关注小狗，也不关注主人，我只是在家里等着他们一起回来就是了！”

多么聪明和简单的方法啊！

然而令人惊讶的是，市场上绝大多数人和投资方法，都是在津津乐道于预测小狗的位置！

如果联想到市场上盛传的说法“一赚二平七亏损”，对此也就不足为奇了。

在没有确定性的市场里投资，就像裸身在鲨鱼出没的海洋里游泳，之所以还活着，绝不是因为泳技高超，只是因为鲨鱼的胃口还没有开而已——但那也只是迟早的事情。

因此，任何预测股价的行为都是愚蠢的，这个原则在股票市场里通行无阻，在可转债投资上也是金科玉律。那些在可转债投资中居然能做到亏损的持有人，应该对此深有体会。

可转债和巴菲特的“价值投资法”，不是在“预测”，而是在“预算”。预先算好安全的区域，预先算好可以稳定获利的空间，甚至对可能出现的种种“意外”做出预判，然后才能在“意外”的枪林弹雨中一往无前、泰然自若。其实，在他们眼里，哪里还有什么“意外”！

可转债投资不败之根本：不预测，不放弃，咬定青山不放松，必胜！



---

## 第5章 最简单的投资：唾手可得的5+3个投资组合

---

本章是本书的精华部分，也是本书送给读者的一份厚礼，推荐做重点阅读。

本章将送出**8**个操作简单、效果显著的可转债投资组合，几乎全部免费，这可是价值千金的喔！其中前**5**个是直接投资可转债，后面**3**个是通过基金间接投资可转债。**8**个投资组合都能很容易地在本书指定之处获得，读者只需按图索骥，然后照本宣科，用简单的操作即可换来稳定安全的投资收益。

可转债投资，“就像早餐吃面包一样容易”，不信？试试看。

### 本章要点集萃

- 接下来的9节，对于崇尚简单的投资人来说，可能是今年能收到的最好礼物了。
- “安全的可转债投资方法，就像每天早晨起来，吃掉一个面包那样简单。”
- 5+3组合，基本不需要高深的知识，完全避免了繁复的数学计算，非常容易操作实现，只需要高小数学基础和一颗健康的肝脏即可。
- 简单即是美。

- 这章有可以打败专家的“傻瓜投资法”，极简单却绝不平庸。
- 上下波动的不是股价，也不是收益率，甚至不是这个世界，而是投资者的心。
- 如果你不能做得更好，请交给做得更好的人；如果你不能赚得更多，请把钱交给为你赚得更多的人。
- “如果不能战胜它，最好加入它。”
- 在1元以下买入合润A，等于在面值以下买入一张可转债。
- 兴全保本在结束募集后买入是不承诺保本的。

# 第34节 给最简单投资者的礼物：非常5+3组合

“简单即是美。”

——美字箴言

接下来的几个章节，对于崇尚简单投资的可转债投资人来说，可能是今年以来所能收到的最好礼物了。

可转债的条款本身是复杂的，其投资需要综合考量的因素也有很多，但是可转债并不应该因此成为专业投资人的禁脔。相反，由于它的100%保底特色和大概率确定性原则，对于信息来源和专业知识的严重不对称的普通投资者来说，尤其适合。

对于有志于可转债投资的读者来说，通读本书，进一步学习更多的可转债知识，最后在可转债的投资实战中摸爬滚打，从中找到一条属于自己的安全投资之道，是完全可行的。

但是，毕竟有很多读者限于时间精力或者知识素养，对此只能是“心向往之，而实不能至”。为了照顾这部分读者的阅读要求和投资需要，本书特别在此后的章节中推出了“5+3”个易于实现的可转债投资组合（或投资方式），便于那些对可转债投资有兴趣但不想做专业研究，只想获得安全投资回报率的读者舒服享用。

本书崇尚的投资原则是：

- 简单投资
- 快乐投资
- 安全投资
- 自动化投资

秉承此宗旨，本书从各种渠道精挑细选的这一系列组合，基本不需要高深的知识，完全避免了繁复的数学计算，非常容易操作实现，只需要高小学数学基础和一颗健康的肝脏即可。

“5+3”组合的5，是以直接投资可转债的方式推出的5种组合；“5+3”中的3，推荐的是采用间接方式投资可转债的3种不同寻常方式。无论是哪种，每个组合都尽量做到安全保险和扩大收益能力的“双保险+双丰收”。

建议投资者仔细阅读理解8种组合的特色和不同之处，再结合自己的实际情况择优录取之。



## 第35节 直接复制可转债指数

“大家知道，巴菲特有个戒律，从不推荐任何股票和基金，只有一个例外，就是指数基金。从1993年到2008年，巴菲特竟然8次推荐指数基金。”

——汇添富基金 首席理财师 刘建位

巴菲特8次推荐指数基金的信心来自统计数据：1968—1978年，标准普尔500指数战胜了83%的基金经理；1979—1999年，标准普尔500指数战胜了79%的基金经理。

连著名明星基金经理彼得·林奇也感叹：只有少数基金经理才能够长期持续战胜市场指数。

指数不会面对市场的暴风骤雨而心生恐惧，也不会因为周围的一片买声而心生贪婪，因此彻底排除了心理情绪对投资的影响。何况，面值持有可转债，几乎天生是到期保底的。

目前，市场上最有影响力的可转债指数是天相可转债指数和中信标普可转债指数，这些在“第8节 从可转债指数看可转债业绩——熊市跌得少，牛市涨得不慢”中已经做了介绍。目前，市场上虽然出现了可转债指数基金，但不是ETF，而且有主动投资部分，不纯粹。

但是没有关系，没有可转债指数基金，我们可以自己造出来！

观察一下可转债指数的构成，中信标普可转债指数的编制规则是：在可转债上市首日即按当日收盘价计入可转债指数，在可转债退市时将其从样本转债中删除；样本权重采用可转债存量计算的权重，并根据上市公司公布的未转股转债数量每季度调整一次权重……。

天相可转债指数编制规则是：以沪深两市所有可转换债券的交易价格，按发行公司公告的实际未转股规模帕氏加权计算……详见

<http://www.txsec.com/txzs/search.asp?zsid=998021>。

这个规则，大致相当于本书介绍的“面值买入—收盘价卖出规则”。所不同者，只是两个可转债指数采用了各自的权重计算方法，“面值买入—收盘价卖出”则是一律等权重买卖。

因此，读者完全可以依据天相可转债指数和中信标普可转债指数公布的指数构成以及权重，依样画葫芦地买入，就能完全复制这两个可转债指数，彻底省去了复杂的计算。

当然，读者也可以采取本书介绍的“面值买入—收盘价卖出规则”，更简单，更易操作。

而且，对比一下表1-4“历年可转债指数涨幅对照表”和表3-5“规则一：面值买入—收盘价卖出 可转债收益试算表”，你会发现后者的收益率完全不逊于前者！究其原因，首先当时可转债总量小，规模差异小，权重的意义并不大；其次在中国股市，权重大的股票往往涨得慢、涨得少，盘子小、权重也小的股票，反而股性活跃，涨幅较大，因此简单的等权重规则收益率反而要好于计算复杂的权重规则。

- 喜欢纯粹的，可以到天相网站或者中信标普可转债指数网站，亦步亦趋地百分百复制；
- 喜欢更简单的，可以选择完全跟踪模拟可转债指数的基金，直接购买持有；
- 喜欢提高收益率的，可以简单地采取“面值附近买入—收盘价卖出”的规则，等权重模拟，自己按时买卖可转债即可。

如果操作还想更懒惰，收益还想更贪婪，那么，下面章节的几个组合更适合您。

## 第36节 可转债指数基金

“如果你不能战胜指数，就把资金交给指数；如果你不能战胜恐惧，就把操作交给指数。指数没有恐惧，也没有贪婪。”

——安道全

“第一局赢瓦罐，射手不慌不忙，一发便中。第二局赢银扣，射手满脸紧张，连发不中。第三局赢金条，弓弦尚未拉开，射手便昏晕了。同一射手，同一巧技，一旦心有贪爱，便会看重外物，患得患失。人若看重外物，内心就变蠢了。”

——《庄子现代版》流沙河

第一版本书推荐的“小池债券”组合已经停止更新。在此我们献上的是2013年才出现的新生事物：可转债指数基金，简而言之，就是直接跟踪可转债指数的基金。

融通标普中国可转债加强型指数基金发行于2013年3月4日，跟踪的指数是第35节介绍的中信标普可转债指数，资料请参阅融通基金官网：[www.rtfund.com](http://www.rtfund.com)，作为国内第一只可转债指数基金，笔者根据自己的体会和研究，贡献一点浅见，仅供参考，不到之处欢迎指正。

**Q：**该基金是纯指数基金吗？能做场内交易吗？

**A：**答案是，不是和不能。该基金名为指数增强基金，说明除了被动跟踪，还有主动操作的权利。因此不能算是“纯洁”的指数基金。至于主动性是好是坏，完全看持有人的看法和基金经理的实际表现，现在难以预测业绩。

合同原文如下：“（融通）可转债指数基金在被动跟踪指数的同时，还可采用增强方式，增强部分能提高组合的灵活度和进攻性，基金经理可以根据市场情况，保证目标指数仓位的基础上，有限度地加仓发行条款较好、公司基本面优秀的可转债，增加收益。”

由于该基金不是ETF，不能在场内交易，只能在场外申购赎回。未来，有可能发布银行连接基金，在银行购买，但仍然不能在股票市场场内买入卖出。

**Q：**该基金费用便宜吗？

**A：**该基金合同原文如下：“相对于主动投资的可转债基金，可转债指数基金价格更低廉。像融通标普中国可转债指数管理费仅为0.5%、托管费仅为0.1%，在全市场16只可转债基金中（A、B类分别计算），费率是最低的。”

这段文字很艺术，“相对于主动投资的可转债基金”，该基金确实便宜一些，但比ETF指数基金，还是贵的。当然，对于大部分主动性股票基金来说，也是便宜的。

**Q：**标普中国可转债指数表现如何？

**A：**标普中国可转债指数的前身是中信标普可转债指数（2003年4月推出），该指数是由标普道琼斯指数有限公司编制的，采用市值加权法，反映国内可转债市场的整体变动情况。

根据官方资料，标普中国可转债指数推出10年来，年均收益为15.35%，是同期中证全债指数（3.89%）的4倍。熊市大幅跑赢A股：2003年、2004年、2005年、2008年、2010年、2011年的熊市中，收益率均跑赢同期沪深300指数。牛市大幅跑赢债市：在2006年、2007年、2009年牛市中，收益率分别为42.36%、107.90%和45.83%，同期中证全债收益率分别为2.81%、-2.41%、-1.40%。如表5-1所示。

表5-1 标普中国可转债指数

年 份	标普中国可转债指数 (原中信标普可转债)	中证全债	沪深300
2003	1.29%	1.19%	-2.36%
2004	-7.08%	-1.55%	-16.30%
2005	6.33%	11.83%	-7.66%
2006	42.36%	2.81%	121.02%
2007	107.90%	-2.41%	161.55%
2008	-31.66%	15.94%	-65.95%
2009	45.83%	-1.40%	96.71%
2010	-3.86%	3.10%	-12.51%
2011	-12.12%	5.88%	-25.01%
2012	4.55%	3.52%	7.55%
平均	15.35%	3.89%	25.70%

数据来源：WIND资讯截至日期：2012年12月31日

**Q：**该基金是否值得购买？

**A：**对于不同的投资人，投资品的价值不尽一致。个人看法如下。

(1) 融通这个基金费用不太低廉，且场内不能交易。

(2) 可转债指数要在可转债上市之日被动配置，而不是逢低价配置，碰到可转债高开时，明显不利。比如，唐钢转债、新钢转债上市之初开在130元以上，最后退市时才106元~110元，中间108元的时候却不卖出，指数被动长持这些品种，等于高价买入持有5年多最终却以亏损卖出；而在可转债上市后中间回调的时候，比如跌破100元、90元、85元时，纯指数基金只能被动持有，不能主动增仓，明显错失良机。

(3) 纯可转债指数只有在退市前或强赎时才能卖出兑现。债友应深有体会，可转债在最后一两天由于公告要强制赎回，基本不会是历史最高价。转债指数基金往往190元或者150元的时候不卖出，到了最后130元、140元时才卖出，过于机械。

如锡业转债，上市开盘就是130元，之后到180元一路走高到400元，然后跌到102.8元，再上扬到195元，再跌到114元，然后再上升到210元，最后以143元退市。纯可转债指数只能事先申购，或者在开盘130元~179元之间被动买入，然后无论是400元、102元、110元、190元还是210元，都只是被动持有，直到最后几天以大约130元~150元之间卖出，实在有点暴殄天物。

同样，遇到唐钢转债，纯可转债指数可能也是在开盘130元~150元买入，中间遇到170元也不减仓，直到最后以111元退市卖出。新钢、双良、澄星等转债也有同样的问题。

很明显，简单使用“面值-高价折扣法”，完全可以避免以上显而易见的痼疾，还能提前变现、多次变现，化波动和风险为囊中之物，而不增加任何风险，更为“人性化”一些。

(4) 中信标普指数采用存量市值权重，每季度调整一次。显然，没有回售的大转债肯定权重高，但事实是这些大转债往往没有回售，且波动小，不如中小转债收益率高。对于“安道全”这样的可转债待机派猎手，有点“抓小放大”、“丢了西瓜捡到芝麻”之憾。

(5) 纯可转债指数自然没有所谓的各种各样的套利之说了，基本视而不见。

(6) 大牛市，指数基金不能持有正股，享受牛市盛宴的延续和高潮。

(7) 当然，此基金为增强型指数基金，基金经理可以“人工增强”，但增强的结果成败难料，可能更好，也可能更糟糕。

因此，该指数或指数基金对比较专业的可转债投资者而言，意义并不大。但是，对于想战胜债券收益的长期投资者而言，具有一定的吸引力；尤其是对于不能控制恐惧与贪婪的投资者而言，有着独到的作用；对于大资金的安全配置也有可圈可点之处。

对于可转债专业投资人而言，该基金也有可取之处。

(1) 申购新转债套利。指数基金体量庞大，还能用高倍杠杆打新债，中签额大，因此新转债上市前申购指数基金，上市后高开卖出，与打新债套利有异曲同工之妙；尤其是新转债上市后必须被动配置，客观上提高了这种可能性。

(2) 新转债上市后，转债基金有被动配置的需要，计算一下权重，有

些转债高开的可能性极大，也成为套利可能。

(3) 调整权重也是一个机会。一个季度调整一次，假设在季度中间出现大量转股，那么季度末转债指数被动减仓也是“掌上观纹”的事情了。

(4) 其他套利机会。

总而言之，存在即合理。可转债指数基金存在，必然有其需求的土壤存在，完全在于持有人的偏好与风格，以及对工具的熟悉和运用程度。刀子固然重要，决定胜负的还是捉刀人。

最后，期待真正的可转债ETF的出现；当然，也期待有一天“面值-高价折扣法”能登上大雅之堂，成为一种被动投资的法则，甚至是一个被动型基金的运作准则——我们一再发现，它真的有用，虽不十全十美、一网打尽，但绝对是良心之作，呕心之得。

此外，2013年7月~8月还发行了一只银华转债指数增强分级债券基金，以中证转债指数为跟踪标的，母基金份额为转债基金，场内份额按7:3比例分成稳健收益类份额（转债A）和积极收益类份额（转债B），其中转债B份额的初始杠杆为3.33倍，也可以参考投资。

## 第37节 王印国分析师和讯可转债公开组合

“投资是没有国界的。真正的投资是没有秘密的。”

——华尔街投资人 巴克利·马洛卡

王印国，男，毕业于西安长安大学。中国系统分析员、高级软件工程师、国家注册CISP。有较强的数理计算基础，对债券、基金研究较多，涉足面较广。通过证券基础知识、证券投资基金、证券投资分析等证券业协会专业资格考试。目前为和讯特约撰稿人。

王印国老师是专业的债券分析员，供职于国内某大型银行投资机构，对可转债造诣颇深。王印国分析师之所以在可转债投资圈为人熟知，主要是因为他每周都会定期在国内的著名财经网站——和讯网（[www.hexun.com](http://www.hexun.com)）更新发布自己的专栏，其中有专业的《深沪转换债券投资价值排名表》和《深沪转换债券投资建议表》，且数年如一日，风雨无阻，是跟着专业人士学习可转债的一方好天地。

王印国分析师最为人称道的贡献是他在这个专栏中还公开公布了一个可转债虚拟投资组合：《20XX年“和讯转债宝”10万资金模拟盘》，这个组合每周定期公开，大家可以公开审阅监督，可见王老师对于可转债、对于自己投资可转债能力的信心。

这个10万资金的虚拟盘，从2008年末开始以来，历时3年，到2011年10月28日，其总资产值已经达到193 607.66元，接近翻一番。而同期上证指数从2008年末的1820.81点，到2011年10月28日的2473.41点，仅仅涨了35.84%，组合完胜其将近3倍！

现在我们一起读一下这个组合，原文网址：

<http://bond.hexun.com/wyg/index.html>。



这个组合的说明非常详细，而且每周都有公开的操作计划，持仓组合一目了然，跟踪起来非常容易。偷懒的投资者完全可以复制这个免费的馅饼，有研究精神的投资者，可以与同期发布的《深沪转换债券投资价值排名表》和《深沪转换债券投资建议表》结合起来参详。

需要提醒的是，王印国分析师的分析方法基本属于期权定价派，需要大量的数学计算，理论上并不100%保底（虽然实际效果很好），有时会有浮亏。这需要投资者具有坚强的信心和强大的神经，只有矢志不移地依照数学模型（也就是王印国分析师的组合），进行长期一丝不苟的操作，才有可能获得以上的高收益率，万万不能三天打鱼、两天晒网，更不能才远远看见敌人（浮亏），就马上想当逃兵。

王印国分析师的所有文章，都发布在和讯债券频道的分析师专栏中，读者可以收藏拜读，网址：<http://bond.hexun.com/wyg/index.html>。

如果对该组合有什么问题，或者有进一步探讨的兴趣，可以联系王老师本人。王印国分析师公布的电子邮件是：[wangyinguo@163.com](mailto:wangyinguo@163.com)，其人和蔼可亲，回复问题也很专业及时。

顺便说一下，2013年以来年王老师秉承“重仓+放杠杆”的策略，风格有所改变，风险有所加大（收益也可能加大），建议一般投资人注意。

# 第38节 最省心的组合：面值——最高价折扣法

“实践是检验真理的唯一标准。” +

——1978年5月11日《光明日报》特约评论员

哇~喔~！重头戏来了！请坐好！

读者一定还记得在“第25节 精华：穿越到13年前，看可转债可以赚多少钱”中，我们分别采用简单的“面值—收盘价规则”、“最低价—收盘价规则”和“面值—最高价原则”计算出来的恐怖收益率。记得笔者当时说过，这些规则要么收益率还不够最优化，要么实际操作中不可能完成（比如次次都卖出在最高价）。

而在本书的“第29节 安全分析派：掐头去尾的忍者神龟”中，我们又提出一种新的“面值买入—130元或140元卖出”规则，有效地解决了实际操作的可能性。但是，有些投资者看着动辄200元、300元的可转债最高价，却仅能以130元、140元的价格卖出，感觉十分遗憾。这种“占便宜没够的精神”实在是推动人类进步的源泉啊！这一节，我们就让投资者稳稳占到这个便宜！

很显然，用最高价卖出是占便宜最多的方式，但是其可操作性为零。所谓“最高价”，只是事后统计的结果，身在当时的投资者不太可能准确地知道，“大智慧”和“同花顺”也不可能实时标出“最高价”。然而，“退一步海阔天空”，如果不能知道最高价的确切顶部，那么在最高价的肩膀卖出不是很划算吗？

比如，我们记录可转债的每个价格，找到当前出现过的最高价并记录下来，一旦可转债的价格跌破最高价的90%，就马上卖出——当然，也可以更简单：最高价直接减去10元。

请看“表5-2：面值—最高价90%卖出和面值—最高价减10元卖出试算

表”。

表5-2 面值——最高价90%和面值——最高价减10元试算表

证券名称	最高价	面值-最高价 90%	面值-最高价 90%复利收益率	面值-最高价减 10元	面值-最高价减 10元复利收益率
丝绸转债	371.96	234.76%	3	261.96%	4
南化转债	300	170.00%	9	190.00%	10
鞍钢转债	151.6	36.44%	12	41.60%	15
钢钒转债	151.3	36.17%	17	41.30%	21
万科转债	167.85	51.07%	25	57.85%	33
机场转债	170	53.00%	39	60.00%	53
茂炼转债	144.88	30.39%	51	34.88%	72
阳光转债	130.5	17.45%	59	20.50%	86
侨城转债	164	47.60%	88	54.00%	133
金牛转债	149.5	34.55%	118	39.50%	185
丰原转债	165	48.50%	175	55.00%	287
铜都转债	179.99	61.99%	284	69.99%	488
民生转债	157	41.30%	401	47.00%	717
江淮转债	135	21.50%	488	25.00%	897
歌华转债	144	29.60%	632	34.00%	1202
云化转债	169	52.10%	961	59.00%	1910
雅戈转债	140	26.00%	1211	30.00%	2484
包钢转债	152.5	37.25%	1662	42.50%	3539
万科转2	195.88	76.29%	2930	85.88%	6579
山鹰转债	123	10.70%	3243	13.00%	7434
燕京转债	133	19.70%	3882	23.00%	9144
复兴转债	149.82	34.84%	5235	39.82%	12785
南山转债	191.6	72.44%	9027	81.60%	23217
华西转债	169.49	52.54%	13770	59.49%	37028
招行转债	176.99	59.29%	21934	66.99%	61834
丝绸转2	151.68	36.51%	29942	41.68%	87606
邯钢转债	203.99	83.59%	54971	93.99%	169947
营港转债	186	67.40%	92021	76.00%	299107
水运转债	218	96.20%	180546	108.00%	622142
华发转债	299	169.10%	485848	189.00%	1797992
柳化转债	176.67	59.00%	772514	66.67%	2996713
首钢转债	205	84.50%	1425287	95.00%	5843590
国电转债	218.98	97.08%	2808985	108.98%	12211934
晨鸣转债	220	98.00%	5561790	110.00%	25645061
招商转债	350	215.00%	17519639	240.00%	87193208
华电转债	299.99	169.99%	47301449	189.99%	252851584

续表

证券名称	最高价	面值-最高价 90%	面值-最高价 90%复利收益率	面值-最高价减 10元	面值-最高价减 10元复利收益率
华菱转债	279.44	151.50%	118961251	169.44%	681283308
西钢转债	222	99.80%	237684580	112.00%	1444320614
天药转债	240	116.00%	513398692	130.00%	3321937412
上电转债	277.99	150.19%	1284477321	167.99%	8902460069
创业转债	327.98	195.18%	3791545846	217.98%	28308042528
韶钢转债	349.99	214.99%	11943028177	239.99%	96244513792
凯诺转债	295	165.50%	31708739809	185.00%	274296864306
海化转债	459.98	313.98%	131268475238	349.98%	1234281030004
中海转债	214.05	92.65%	252882154122	104.05%	2518550441723
桂冠转债	310	179.00%	705541210000	200.00%	7555651325170
金鹰转债	223.67	101.30%	1420275621965	113.67%	16144160186490
海马转债	163.3	46.97%	2087379081603	53.30%	24748997565890
赤化转债	168	51.20%	3156117171383	58.00%	39103416154106
五洲转债	155	39.50%	4402783454080	45.00%	56699953423454
柳工转债	175	57.50%	6934383940175	65.00%	93554923148698
巨轮转债	228.8	105.92%	14279283409609	118.80%	204698171849352
南山转债	199	79.10%	25574196586610	89.00%	386879544795275
恒源转债	335	201.50%	77106202708628	225.00%	1257358520584640
山鹰转债	185.46	66.91%	128701047189079	75.46%	2206161260217810
大荒转债	204	83.60%	236295122639150	94.00%	4279952844822560
龙盛转债	160.1	44.09%	340477642210751	50.10%	6424209220078660
安泰转债	170	53.00%	520930792582448	60.00%	10278734752125900
合计		51.41倍	约521万亿倍	57.77倍	约1.02787亿亿倍

无疑，这个规则的计算结果比“面值买入—收盘价卖出”和“最低价买入—收盘价卖出”的效果要更好，虽然肯定比不上“面值买入—最高价卖出”规则的收益率高（没办法，最高价打9折或者减掉10元了），但可操作性却实实在在是从零到有的突破。

下面我们简单比较一下本书提出的几种可转债投资规则，如表5-3所示。

表5-3 不同买入卖出可转债规则对比表

规则名称	单利收益率	复利收益率	可操作性
面值买入—收盘价卖出	43.17倍	约5.56万亿倍	可以。很简单。最安全
最低价买入—收盘价卖出	42.09倍	约3.14万亿倍	不太可能最低价买入
面值买入—最高价卖出	63.57倍	约23.48亿亿倍	不太可能最高价卖出
面值买入—130元卖出	17.33倍	约384万倍	可以。很简单。很安全
面值买入—140元卖出	22.82倍	约2.2419亿倍	可以。很简单。较安全
面值买入—最高价90%卖出	51.41倍	约521万亿倍	可以。比较简单。安全
面值买入—最高价减10元卖出	57.77倍	约1.027亿亿倍	可以。相当简单。安全

可见，剔除掉不太可能实现的“面值买入—最高价卖出”方案后，“面值买入—最高价90%卖出”和“面值买入—最高价减10元卖出”方案在收益率上完胜其他方案！而且这两个方案，完全可以在投资实战中100%轻松实现。

更可喜的是，这两个方案实在是太简单明了、太容易操作了！

让我们再次回顾一下操作思路：

步骤1，在面值附近买入可转债，越低越好；

步骤2，不断记录可转债价格的最高点，持有可转债不动；

步骤3，一旦可转债价格跌破当前最高点的90%，或从最高价跌掉10元，立即卖出；

步骤4，重复步骤1的过程，不到面值附近绝对不买。

当然，投资者还可以举一反三，在此基础上设定自己喜欢的卖出规则，比如在最高价的93%时、最高价减去8元时，或者更为复杂的公式逻辑判断等，总之万变不离其宗。

这就是可以打败专家的“傻瓜投资法”，简单却绝不平庸。

不过，世事无绝对，这个方案也不是可以100%包打天下的。在一些极端情况下，有可能会造成投资者的提前出局。比如可转债价格涨到190元，忽然遇到意外下跌到170元，投资者依照规则会卖出，结果之后可转债又涨到了更高的200元、300元；又或者，可转债价格上了130元后，回调到117元、119元（或者上了121元后回调到108元、110元），投资者卖出后，结果后面出现更高的最高价等。因此有必要进行小小的修正。

前者，由于有强制赎回条款的时间约束，出现的概率相当小，投资者可以根据当时市况进行人工判断。即使提前出局了，盈利也往往不菲，可以不用刻意求全。

后者，可以把卖出的最低门槛限制在135元或者140元，因为一旦正股价

超越转股价的130%，可转债的价格往往在这两个价位之上。因此只要低于这个价格，即坚决持有不卖。（当然，可转债存续期间的最后一年情况除外。）

有了这个修正条件，整个规则就更加经得起市场锤炼。（其实即使不做修正，也只是赚得少一点，不仅不会亏损，绝对还是正收益。）

当然，如果投资者懒得做这样的实时判断，没关系，下一节的“安道全理财师”来帮你。

## 第39节 安道全理财师的自动投资组合

“上下波动的不是股价，也不是收益率，甚至也不是这个世界，而是投资者的心。”

——“有史以来最伟大的投机者” 安德烈·科斯托拉尼

安道全理财工作室是一个长期活跃在可转债投资领域的理财团体，拥有自己独立的研究团队和投资方法。“安道全理财套餐”是团队为订阅用户定制的一个理财服务套餐，请注意是收费的，每月10元~100元不等，一般投资者只须订购20元套餐即可，甚至可订阅免费版，具体请参阅本书最后一章。

“安道全理财套餐（或周报）”包括如下服务：

- 投资组合基于“面值附近买入—最高价折扣卖出原则”，保证最佳的风险—投资收益比，向用户随时建议买入卖出可转债的品种和机会，用户还可自订卖出标准；
- 团队自动跟踪所有可转债指标，适时通过QQ、短信、飞信、微信等多种方式动态提醒；
- 团队会根据用户的具体情况，建议如何分期分批建仓或卖出，规避风险，扩大收益；
- 当明显的套利机会出现时，公式“视而不见”，此时会通过人工甄别并给出提醒、建议；
- 重大事件发生时，如发行新可转债、下调转股价、强制赎回、面临回售等会及时提醒；
- 用户可通过邮件或彩信接收专业的《每周可转债投资价值表》以及《专家理财周报》；
- 独特的VIP保本承诺，等于购买了一份投资安全保险，你赔多少，我保多少；
- VIP用户如有问题，可通过邮件、语音、QQ等方式及时沟通、探讨……

更多收费和套餐情况请见最后一章，或参看博客首页置顶文章，网址：  
[blog.sina.com.cn/hj10n](http://blog.sina.com.cn/hj10n)。



## 第40节 5+1：相信基金经理，直接购买可转债基金

“如果你不能做得更好，请把企业交给做得更好的人；如果你不能赚到更多，请把钱交给能给你赚到更多的人。”

——香港某投资大亨

如果你的理想是开一家中国最好的银行，那么首先要想想是否能够打败招商银行。如果不能，最好的办法是直接买入招商银行的股票，让马蔚华为你打工。

如果你的理想是做中国最大的移动运营商，那么首先要想想是否能够击败中国移动。如果不能，最好的办法是赶快买入中国移动的股票，让几十万移动员工为你打工。

考虑到申请成立一个新的银行，或者新的运营商的难度，这个念头应该在一秒钟之内马上消失。如果再加上运营一个公司所不可或缺的、庞大复杂的资金、管理、营销、人事、税务、社会关系等，这个美好的理想还是彻底随风而去吧！

同样，假如你连每天拿出纸笔或手机，查一查可转债即时行情，算一算可转债收益率都不能做到，那么还是乖乖把钱交给投资可转债的开放式基金好了。相信基金经理吧，至少他们更专业；至少的至少，他们会有查看行情和计算收益的精力和时间，而且是每日功课。

兴全可转债基金，无疑是专业投资可转债的开放式基金中最耀眼的一个。

在“第9节 从兴全可转债基金看可转债投资的优秀业绩——熊市跌得很少，牛市涨得真快，最后赚得真多”中，我们已经一同见证了它的靓丽业绩。如果忘记了，请重新翻看第9节，重点看看其中的表1-5“兴全可转债

与主要市场指数历年年化收益率比较表”，以及随后的5张兴全可转债基金与几个股市指数的多时段对比图。

成立得很早（2004年5月11日），以可转债为主要投资标的，长期业绩极其优秀，投资风格稳健安全，基金经理长期固定（基金经理杨云，从未改变），基金公司投研能力卓越（兴业全球基金多次入选当年金牛基金管理公司），是对兴全可转债基金的最好诠释。

所以，如果投资者限于条件，不能直接投资可转债，那么最好的办法就是直接申购兴全可转债基金，并坚持长期持有，必有满意的稳健回报。

当然，现在市场上的可转债基金已经日益增多，但就经验、业绩而言，兴全仍是最佳选择。富国是激进的杠杆派，博时是鲁莽的重仓派，包括其他基金的历史沉淀都显浅薄。

需要指出的是，兴全可转债不是100%投资可转债的，其基金合同中规定的资产配置比例为：“可转债**30%~95%**（其中可转债在除国债之外已投资资产中比例不低于**50%**），股票不高于**30%**，现金和到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的**5%**。”因此，它还可以参与可转债的正股套利，最高可以配置30%的股票。这样能使基金的操作范围更广泛，获利的火力点更多，但是同时也可能加大基金净值的波动性，基民要明白这一点。

如何购买兴全转债基金？在银行柜台或者证券公司等传统渠道都可以买到，但是申购费用比较贵，一般都是1%；在兴全基金官方网站购买，直销申购费用最低，仅为0.6%；如果先购买兴全货币基金，再转入到兴全转债基金，费用可低至0.1%！

兴业全球基金官方网站：<http://www.xyfunds.com.cn/>。

# 第41节 5+2：不是可转债的可转债：兴全合润A基金

“如果你不能战胜它，最好加入它。”

——西方格言

可转债的特色是：100%保底不亏损和上不封顶，合润A基金正是如此。

兴全合润基金本质是一个封闭运作的分级股票基金，并不是一个只投资可转债的基金。其特色是自动分解成两个不同子基金：合润A和合润B。当母基金净值高于0.5元但小于等于1.21元时，合润A获得期初净值1元/份，而合润B获得剩余收益或承担损失；当母基金净值高于1.2100元后，合润A份额、合润B份额与母基金享有同等的份额净值增长率；当母基金净值低于0.5元，则触发运作期提前到期机制，合润A获得1元而合润B仅为0.17元。

所以，无论兴全合润母基金的净值如何，合润A总是不会亏损的，只是当合润母基金的净值突破了1.20元以后，合润A才能享受净值上涨的利润，涨得比较慢而已。

合润母基金、合润A及合润B的净值对照关系如表5-4所示。

表5-4 兴全合润母基金、合润A、合润B净值对照关系表

兴全合润母基金净值	兴全合润A基金净值	兴全合润B基金净值
更高净值……	更高A净值……	更高B净值……
1.51元	1.25元	1.68元
1.41元	1.17元	1.57元
1.31元	1.08元	1.46元
1.21元	1.00元	1.35元
1.11元	1.00元	1.18元
1.01元	1.00元	1.02元
1.00元	1.00元	1.00元
0.91元	1.00元	0.85元
0.81元	1.00元	0.68元
0.71元	1.00元	0.52元
0.61元	1.00元	0.35元
0.51元	1.00元	0.17元
低于0.5元	1.00元清盘	低于0.17元清盘，有可能是零元，一分钱拿不到

因此，无论母基金在1.20元以下如何，合润A都能稳稳拿回1元，而当母基金净值突破1.20元后，合润A开始缓慢爬坡，虽然要比B幅度小，但只要母基金净值一直增长，合润A也能一路追随。怎么样？是不是完全具备了可转债下有保底、上不封顶的特征？（在A低于1元场内折价交易时，价值更高！等于低于面值的可转债。）

## 第42节 5+3：可以保本的兴全保本基金

“拥有一只股票，期待它明天早晨就上涨是十足的愚蠢。”

——沃伦·巴菲特

本节介绍的依然还是兴全基金公司的产品。没办法，谁叫兴全基金是业内最早，也是最精于可转债投资的基金公司呢。这不，善于创新、强调风险的兴全基金，又发行了一个主要投资可转债并且能够有条件保本的开放式基金——兴全保本基金。

兴全保本基金全称是“兴全保本混合型证券投资基金”，它的资产配置比例为：

“股票、权证等权益类资产占基金资产的0%~30%；债券、货币市场工具等固定收益类资产占基金资产的70%~100%，其中基金保留的现金以及投资于到期日在一年以内的政府债券的比例合计不低于基金资产净值的5%。”

可见，这是一个和兴全可转债基金极其类似的混合型基金，考虑到两个基金的经理都是杨云，几乎可以把它看做是兴全可转债基金的影子基金。

兴全保本基金的独到之处在于它的保本承诺。如何做到保本？兴全基金采用两个手段。

### 1. 保本策略

兴全保本基金在国内首次采用TIPP和OBPI双保险策略。基金经理杨云介绍称，TIPP策略是保本基金的防守策略，当保本基金的净值上升到较高幅度时，该产品会结合市场情况以及基金运作情况，适当提高基金的保本线；OBPI策略则是保本基金的进攻策略，即当可转债的价格比较有吸引力时，

可用可转债品种代替策略中的看涨期权风险等资产，在市场上涨过程中，通过放大持有可转债资产的比例，来更好地跟踪市场，获取更多的收益。

天相投顾的第三方研究报告表示，兴全保本基金采取基于可转债投资的OBPI策略来减少交易成本，TIPP保险策略则及时锁定收益，降低投资组合的整体风险；同时，该基金还有不超过30%的资产比例精选优质个股，谋求超额收益，因而这一产品能够兼顾安全性和收益性，是稳健投资者较好的选择品种；也是积极型投资者平滑组合风险收益水平可以考虑的配置品种。在当前高通胀和紧缩政策的持续影响下，股市维持震荡格局，也为保本基金提供了良好的建仓契机。

## 2. 有条件保本条款

兴全保本基金在合同中规定了保本条款，只要是基金份额持有人认购并持有到期的基金份额，兴全基金承诺保本，到期后即使有亏损，基金公司也会全额返还本金。为此，兴全基金还特别和重庆市三峡担保集团有限公司签署了协议，作为该保本协议的担保人。

请注意，兴全保本的条件必须是基金发行时认购的份额，而且必须持有到期（三年），中间不得发生赎回或者申购的行为。因为该基金已经发行完毕，所以现在买入并持有兴全保本基金，是不享受保本的！如果没有意外的话，投资者可以在本保本周期结束后，进入下一个保本周期时购买，就能再次享受到三年100%保本的保护。

当然，即使没有保本条款的保护，从兴全基金公司的管理能力，从兴全可转债的良好业绩，从杨云的个人投资水平，从兴全保本基金的双保险策略设置看，保本的概率也是极大的。

天相投顾数据显示，2005年运作的4只保本基金在上证指数下跌8.33%的环境下，整体净值增长9.27%；而2006年、2007年和2009年牛市行情下，保本基金整体分别取得64.34%、64.95%和13.90%的收益，充分体现了善守能攻的优势。

兴全保本基金可以在银行或者证券公司申购，申购费率为1%；也可以在兴全基金网站申购，费率最低为0.6%。更多资料请查阅兴全基金官方网站：<http://www.xyfunds.com.cn/>。





## 第6章 “面值-高价折扣法”的发扬和实践：“三条安全线”

本章为读者全景式介绍所有上市的可转债基金，以及“准可转债型基金”和“类可转债型基金”。

截止到**2011年11月上旬**，市场中有**9只**可转债基金，总规模**120亿元**，平均规模**17亿元**，其中**4只**在**2011年4月~6月**成立的可转债基金规模都在**10亿元**以内，大成可转债增强债券基金、申万菱信可转债基金和易方达双债增强型债券基金在**2011年年底**发行。

除了这**12只**主要投资可转债的基金，还有一些混合基金也具有类似可转债基金的特性，本书也做出了介绍和推荐。

### 本章要点集萃

- “三条安全线”是面值-高价折扣法的发扬光大和实践所得。
- “三条安全线”在不提高投资风险的前提下，提高了投资效率。
- “三条安全线”既是建仓策略，也是标的研究，更是仓位控制，三位一体，浑然天成。
- “三条安全线”是安道全团队独创，是我们给美丽的投资世界献上的一份微薄礼物。有缘者，请阅之、用之、享之、忘之。
- 投资不是赌博，不是扔个雪球一夜之间就能自动滚成珠穆朗玛峰的。



## 第43节 缘起：更高效率，更加实用

“没有最好，只有更好。”

——西谚

“苟日新，日日新，又日新。”

——《大学》

“面值-高价折扣法”的原理，经由半本书的赘言，终于卓然成型了。经过数据演算，更经过2008—2013年市场的洗礼，雪化云飞、繁华阅尽，它经受住了时间的考验，证明确实是安全且行之有效的。不过，有效却不是最高效的。

“面值-高价折扣法”更像是一种哲学，或一个基本原则。在投资实践中，初级原则掌握后，操作中经常会遇到一些高级的问题，比如：

- 有的可转债几年始终徘徊在面值以下，时间成本过高，如何避免？
- 有的可转债终其“一生”始终不在面值附近，却往往一飞冲天，如何捕捉？
- 如何控制买入节奏？
- 市场同时有多只可转债，在相近的价格下，选谁不选谁？先选谁后选谁？
- 选中了某可转债，买多少比例合适？
- 如何控制单只和多只可转债的仓位？
- 如何控制整体可转债的仓位？
- 满足以上的同时，还要始终如一地保证“到期保本”；
- .....

以上这些，都是令人想起来就“头大”的问题，绝非一朝一夕能解决。

有幸的是，经过我们长期“头大”的思考和实践，终于用多朝多夕总结出

一套“近乎”完美的解决方案，这就是“三条安全买入线”，简称“三条安全线”。

因此，读者无须再为此头大，而且只需用一朝一夕的时间，即可轻松了解这套方案。

“三条安全线”与“面值-高价折扣法”一样，是安道全团队对这个多彩世界的微薄贡献，有幸首创，有幸分享，荣幸之至，感激之至。

现在就来介绍这个简单，又有用，而又不简单的方案。

“简单”，是规则简单。

“有用”，是效果明显。

“又不简单”，是所有投资的终极，最后还是直指人心。

下面，为您一一道来。

## 第44节 原理：安全第一，逐次抵抗

“三条安全线”的初衷简单粗暴，就是解决安全买入的问题。上节罗列的问题，绝大部分都是关于买入的。既要买入，还要安全买入。那么什么价格才是安全的呢？

首先，面值应该是安全的。但为什么是安全的？因为到期价值比面值高，而且，即使发生极端情况，回售价也比面值高。

因此，引申出两个安全价格：到期安全价和回售安全价。

到期安全价是持有转债的最差结果：到期还本付息，持有人所能拿到的价值等于所有中间利息之和+到期赎回价；如果算上利息扣税还要扣掉20%。

假设某转债6年的利息分别为0.5%、0.5%、1%、1%、2%、2%，到期赎回价是106元（含最后一年利息2%）。那么其理论上持有到期的价值，按照安道全算法为：

$$106元+(0.5+0.5+1+1+2)\times 80\%=110元。$$

为什么106元不扣税？因为机构不扣税，往往在到期赎回时以接近到期赎回价成交，而远比实际扣税后高。请参阅唐钢转债和新钢转债的最后交易价。

因此，到期安全价110元，就是一个安全价格：保证到期安全。

还有一种极端情况，那就是发生了回售，当然持有人可以选择不参加；但更极端的情况是实际发生了大量回售，导致转债停止交易（如双良）或濒临停止交易（如燕京），虽然依然存在，但基本成为“植物人债”、“僵尸债”或“残废债”，也算是一种风险。

在回售价以下持有基本能避免这种情况，因此当期回售价也是一个安全

价。

到期安全价、回售价、面值，三个安全价。

还有没有更安全的？当然有，就是比面值更低的价格，我们可以用年化收益率来反推，比如年化1%价格、年化3%价格、年化5%价格等，一般大于0，统称为正年化价格。

正年化价格意味着现在买入并持有某转债，最差情况持有到期能获得的年化收益率。显然，这个价格更低，也更安全，往往用来衡量比面值还低的安全价。

如此，出场人物到齐了，队列演习开始！

按照安全程度，我们画三条线，分别摆上到期安全价、回售价、面值。

这就是最简单粗犷的三条线。

怎么用？简单，不到三条安全线，就不安全，就不保底，就根本不买。

进入了第一条安全线（到期安全价），就少买点，保本了嘛！

进入了第二条安全线（当期回售价），就再买点，更安全了嘛！

进入了第三条安全线（面值100元），就多买点，更更安全了嘛！

## 第45节 效果：错落有致，好整以暇

“日臣之使于楚也，子重问晋国之勇，臣对曰：‘好以众整。’曰：‘又何如？’臣对曰：‘好以暇。’”

——《左传·成公十六年》

世上没有比这更简单的了，然而，这个看似简单的构架，却能解决前面提出的一系列复杂问题，现在仅仅是最简单的一步而已。

我们一步一步来解题。

- 有的可转债几年始终徘徊在面值以下，时间成本过高，如何避免？

怎么办？很简单，下调三条线。

不是股性差、价格低吗？好办，放严要求，把该可转债的三条线调到更低，比如调到：面值、年化3%价格、年化5%价格或更高。

如此一来，股性差、价格低的可转债就被新的三条线筛选出去了。想让我买入？可以，阁下必须给出更好的年化、更低的价格！否则，请我也不入瓮！

- 有的可转债终其“一生”始终不在面值附近，却往往一飞冲天，如何捕捉？

怎么办？很简单，那就上调三条线。

资质好、股性活跃是吧？好办，那就放宽要求，把该可转债三条线调到更高，比如调到：到期安全价以上=年化-3%、回售、面值。（注意：这意味可承受年化亏损3%的风险。）

如此一来，股性好、价格高的可转债就被新的三条线网罗进来了。想高

飞？请带我一程！

但是！我们郑重建议投资者尽量还是在到期安全价以下买可转债，尽管迂腐，尽管机械，但是安全。如果非常看好并透彻了解标的，也建议尽量控制在年化-1%~3%之间，不冒险。

那么，遇到高于第一条安全线的情况怎么办？答案是不办。

这不是“面值-高价折扣法”和“三条安全线”，不贪吃。收益不以风险为代价，在能力圈内做事，是你的早晚是你的；在盘丝洞里泡妞，春光一度后是被秀色所餐！何去何从？

- 如何控制买入节奏？

何为买入节奏？就是在什么价位开始建仓、在什么价位可以加仓、在什么价位可以重仓。

现在开始“1秒钟变格格”：

请取出“三条安全买入线”，然后将它们分别命名为安全建仓线、安全加仓线、安全重仓线。

在安全建仓线（第一条安全线）内，开始建仓。

在安全加仓线（第二条安全线）内，陆续加仓。

在安全重仓线（第三条安全线）内，重仓持有。

这就是买入节奏的控制。

问题解决，打完收工。

- 市场同时有多只可转债，在相近的价格下，选谁不选谁？先选谁后选谁？

依然很简单：看谁先满足三条安全线，看谁更满足三条安全线，谁满足



条件更充分（重仓线优于加仓线，加仓线优于建仓线），或者先到先得。

不过，这是原则。真正的投资是门艺术，其艺术之处在于：如何定义每只可转债的三条线？显然，没有完全一样的标准答案（本书答案仅供参考）。但是，一旦“艺术”地确定了自己的三条线，那么接下来的事情就简单很多了：照着三条线机械操作即可。

- 选中了某只可转债，买多少比例合适？

答案依然很简单，但是并不一致。

简单是原理简单：给每条线设一个持仓比例即可。比如“3:3:4”或“3:5:2”等。

假设某转债的最高拟持仓仓位是100%，“3:3:4”原则，意味着该转债满足安全建仓线后，可最多建仓到30%；在满足安全加仓线后，可再加仓30%~60%；满足重仓线后，可加仓40%~100%为止。

“3:5:2”等其他比例原则，大致如是，不再赘述。

请注意，无论是建仓、加仓还是重仓，买入都不是一蹴而就的，而是多次买入的结果。

每个人的风格不同，因此适用的三线比例不同。大致而言，注重尽早建仓的会向建仓线倾斜，如“5:3:2”；注重重仓等待机会的会向重仓线倾斜，如“2:3:5”；注重平衡的会比较平均，且略向加仓线倾斜，如“3:4:3”。

由此，还可以延伸出转债持仓的不同风格：安全待机法和安全长持法，后面会讨论。

一般而言，因为重仓线价格往往少见，建仓线又过于容易遇到，3:4:3比例最有普遍性；如果没有风格或偏好，那就先从3:4:3开始挂档起步吧！（非定论，适合自己最好。）

- 如何控制单只和多只转债仓位？

仓位控制，含义多种，也最为复杂。但在这里，仍然是简单任务。

如特指单只转债，则问题已经解决：依据三条线自定建仓比例。

如果是多只转债仓位怎么办？还是依据三条线自定建仓比例，不过再自定一个单只持仓上限：比如最高单只比例不超过10%、30%或50%等。

假设单只转债持仓最高不超过30%，那么依据三条线操作，先满足的先买入，一直到单只最高30%为止。如此即使转债多达几十只、价格起落参差不定，依然能有条不紊从建仓直到满仓。纵然市场“嘈嘈切切错杂弹”，依然能让转债“大珠小珠落玉盘”。

最高30%的限制，至少要持有4只转债，一般可容纳10只左右，还能有效分散风险。

该上限也是自定的，对标的 uncertain 的时候，建议上限要低，比如10%；当对标的很有信心的时候，上限要高，比如50%。一般来说，10%~33%对初学者比较适用。

一般来说，给所有转债设定一致的上限就好；如想精益求精，可为每只转债设不同上限。

总结一下，“三条安全线比例”和单只转债上限是如何简单优雅地控制仓位的：

- ◆ 单只转债上限限定了每只转债的最高持仓比例；

- ◆ 三条安全线比例决定了建仓节奏：先满足的先买，直到单只满仓或整体满仓为止。

最后，还有一个问题：整体仓位的控制。由于比较重要，特别提出单讲。

- 如何控制整体转债仓位？

假设用于可转债投资的资金是100%，那么如何控制整体仓位呢？

对于“三条安全线”来说，这本不是问题：根据三条线操作，直到完全达到100%即可。

奈何人性复杂，总是提出问题：如果很快就满仓了，而且都是在建仓线满仓的，怎么办？

第一，说明自定的建仓线太高了。每个可转债建仓10%，10只可转债就满仓了，显然应该下调三条线，放低三条线，捕捉更低的价格。

第二，即使如此，也是安全的，依然保证了到期保本，只是在山腰上车了而已。

第三，人性化一点，在整体仓位30%的时候，不妨快一点，满足建仓线即可开始；到中间的30~60%仓位时，买入节奏可以慢一点，或三条线调得低一点，或者不到加仓线不买；最后的40%仓位，不妨最为严格，要么继续放慢节奏，要么再下调三条线，直接的办法就是不到重仓线不买。当然，这个30%:30%:40%的整体建仓节奏比例，仍可自定。由此还可以衍生出两种持仓风格：“安全待机法”和“安全长持法”，后面将有讨论。

第四，如有能力可以自定义当时的整体持仓比例，进而调整买入节奏和价格。

- 满足以上的同时，还要始终如一地保证“到期保本”。

永远不要忘记“安全第一”这个铁律。因此，我们建议一般的投资者，尽量不要把安全建仓线设到到期安全价以上。如此，则真正做到了安全与收益的双丰收。

纵观整个“三条安全线”原则，无非就是价格和比例的配置，为变动不居的波浪给出了可以衡量的标准，纵然品种和价格千头万绪，我自有一定规则，而且简单易行，错落有致。此外，三条线和比例既可坚守不怠、以不变应万变，亦可因人、因市况、因标的、因仓位等而微调，既有原则性，又有

灵活性。

不过，我们建议一般的投资者，做到前面即可，其风险收益之比已经足够出色，而省力之处何止万千！+

## 第46节 意义：高筑墙，广积粮，缓称王

“高筑墙，广积粮，缓称王。”

——明·朱升

“三条安全线”和仓位控制比例感性部分讲完了，但是其背后的意义是什么？

其实还是“面值-高价折扣法”的精髓：安全。

“三条安全线”基本构筑了足够安全的防火墙，特别是重仓线几乎封死了所有潜在亏损可能，而同时又能保证大多数转债都有建仓机会，不至于将“美女和恐龙”都拒之门外。

此谓：高筑墙，安全。

使用“三条安全线”而不是一条，加上多个仓位控制比例，可以保留部分或大部分资金，以捕捉更好更低的买入价格，行有余力，预备队充足，遇到重仓线来送大礼也不会错过。

此谓：广积粮，资金。

使用“三条安全线”而不是一条，加上不同的仓位控制比例，以静态甚至动态控制建仓、加仓、重仓的节奏，无论是单只还是整体，从容不迫，好整以暇。

此谓：缓称王，仓位控制。

可见，“三条安全线”同样秉承了“面值-高价折扣法”的安全基因，同样简单，但更为高效、更为实用，同时也更为灵活。

但凡事有一利必有一弊，“三条线安全线”也如是。

好消息前面都说了，“三条安全线”能确定买入价格、控制买入仓位和节奏，因此既是建仓策略，也是标的研究，更是仓位控制，三位一体，浑然天成。

不过，坏消息也要说，首先“三条线”不是万能的。成型以后它很有效，近乎完美；但如何成型呢？需要投资人来主动设定三条安全价格线和一系列持仓比例，这可不是数据自动生成的，必然带有一定的主观色彩：设置合理，收益增加；设置不合理，收益减少。

其次，如何在操作中动态调整三条线或持仓比例，也是一个非常艺术和个性化的事情（偷懒的话可以不调，或者微调、少调，效果其实也不错）。

人的想法是可变的，而且每个人每时每刻也不同。因此，“三条安全线”不能如“面值-高价折扣法”一样整齐划一，千人一面；但鉴于其高效性和简易性，还是值得尝试的。

好在“三条安全线”的设定虽不一致，但原理是一样的；而且，即使意见不同，也可以用来参考或模仿，它山之石可以攻玉。

何况，复杂有复杂的设定，简单有简单的设定。

# 第47节 实践：如何设定+当前的三条安全线

温故而知新，我们再次请出“第44节 原理：安全第一，逐次抵抗”中介绍的出场人物，也就是几个安全价。

第一步，出场人物。

首先是三个固定人物：到期安全价、回售价、面值。

然后是非固定人物：年化价格。

到期安全价又名到期价值，在第44节中有介绍，在第7章的连载中有实例。

年化价格，则是用到期安全价和到期时间，反推年化N%对应的年化价格。

基本公式如下：

(1) 到期安全价（又名到期价值）=到期赎回价（含最后1年利息）+除最后1年外所有未付利息之和×80%。

(2) 到期收益率（税后单利）+=到期价值÷当前转债价格-100%

(3) 到期年化（年化税后单利）=到期收益率÷剩余年=（到期价值÷当前转债价格-100%）÷剩余年

第二步，画好三个位置：安全建仓线、安全加仓线和安全重仓线。

第三步，直接请出每一个转债，把合适的出场人物（安全价）放到合适的位置上（安全线）。

口说无凭，实例为证。

比如，万众瞩目的重工转债，一般先放最普遍的“到期安全价”、“回售”、“面值”三个价格。计算一下，分别为建仓线109.6元、加仓线=100+当年利息1%=101元、重仓线100元。

如果看好重工转债的前景，可以把建仓线提高，比如到110元，或者更高的年化-1%=114.48元；同时也可以把加仓线提高到年化1%=105.12元或到期安全价109.6元。

（年化价、到期安全价、回售价皆为当时价格，动态。）

如果不看好重工转债呢？那就可以把三条线分别降低，比如，建仓线到年化1%=105.12元；加仓线到面值100元；重仓线到年化3%=97.17元或更低等。

照此办理，即可为每个转债分别画出三条不同的安全线。

那么，提高或降低三条线的原则是什么？

那就要根据自己对正股的理解和研究，给予不同股性的转债不同的三条线。

股性强的，波动大的，题材突出的，业绩好的，资质好的，盘子小的，有潜力的，高PB的（下调转股价空间大），当前有回售的，转股愿望大的，溢价合理的，违约可能小的，质押率高的，到期价值高的，分红率高的等，往往给予较高的三条线。

反之，股性弱的，波动小的，没有题材的，业绩差的，有隐患的，盘子大的，没前途的，PB远低于1的（转股价下调无空间），无回售的，转股无动力的，溢价太高的，有违约可能的，质押率低的，到期价值低的，分红少的等，往往给予较低的三条线。

举例来说，中海转债属于PB<1、转股暂时无动力、业绩差的，虽然违约的可能性小、有回售，但整体看情况一般，三线就较低。



南山转债属于PB远低于1、有潜在违约可能的（政策风险），虽然股性不错、转股意愿很强、有回售、有题材、到期价值还高，但不能不给出较低的三线，市场也确实如是。

同样，中行、工行和石化转债，由于盘子大、无回售、波动小，因此即使分红率高、违约可能小、溢价小，市场始终给不出高价，我们的三线也应该较低。

反之，类似海运、中鼎、同仁、东华、华天、海直等转债，一般都和小盘、高PB、优质、波动大、业绩好或有题材等沾边，三线自然就可以设定得高一些（但一般来说尽量不要离到期价值太远）。简单讲，就是以到期价值为建仓线中枢向下梯次设置三条线；再简单些，就是110元以下大胆买，120元以上绝对不买（套利除外），110元~120元之间小心买。

表6-1为2014年3月2日安道全设置的“三条安全线”，仅供参考。

表6-1 三条安全线

转债	现价	建仓线	加仓线	重仓线	备注	年化5%价	年化4%价
博汇	104.94	107.00	103.00	100.00	到期/回售/面值	104.05	104.63
歌华	97.79	100.00	96.71	92.16	面值/年化4%/年化6%	94.38	96.71
海运	103.95	104.04	103.00	100.00	到期/回售/面值	95.20	96.84
石化	103.99	100.00	97.79	92.83	面值/年化4%/年化6%	95.25	97.79
川投	123.50	112.68	100+利息	97.73	到期/回售/年化5%	97.73	100.39
中海	91.00	100.00	95.02	89.62	面值/年化4%/年化6%	92.24	95.02
国电	103.61	110.00	100+利息	97.13	到期下/回售/年化5%	97.13	100.09
恒丰	96.55	105.00	100.00	93.33	回售/面值/年化5%	93.33	95.88
南山	92.85	104.00	100.00	94.21	回售/面值/6%	97.76	101.58
同仁	123.68	110.00	103.00	100.00	到期上/回售/面值	91.69	94.69
民生	88.89	100.00	95.40	87.72	面值/年化3%/年化5%	87.72	91.40
隧道	96.39	103.00	100.00	92.79	回售/面值/年化4%	88.76	92.79
中行	98.39	100.00	97.47	93.66	面值/年化5%/7%	97.47	99.49
工行	98.67	107.00	100.00	95.08	到期/面值/年化5%	95.08	97.25
重工	113.10	110.00	100+利息	100.00	到期/回售/面值	90.33	93.62
平安	101.37	107.44	100.00	96.93	年化1%/面值/年化3%	88.29	92.41
深燃	97.70	103.00	100.00	93.55	回售/面值/年化3%	85.14	89.15
深机	94.19	100.00	94.22	91.57	面值/年化5%/年化6%	94.22	97.02
中鼎	121.50	110.00	103.00	100.00	到期上/回售/面值	97.81	99.58
燕京	107.00	102.00	100.00	94.60	回售/面值/年化5%	94.60	96.04
海直	126.85	111.20	103.00	100.00	到期/回售/面值	89.66	93.27
徐工	89.30	100.00	93.69	85.78	面值/年化4%/6%	89.56	93.69
泰尔	99.12	104.96	103.00	100.00	到期/回售/面值	87.97	90.91
东华	190.10	110.00	100+利息	100.00	到期上/回售/面值	86.05	89.88
华天	127.00	110.00	103.00	95.91	到期下/回售/年化3%	87.69	91.62
久立	100.00	103.00	100.00	95.07	回售/面值/年化3%	86.30	90.48

表6-1和数据定期发布在《安道全周报》免费版和收费版中，建议参考后自定。

“三条安全线”和仓位比例的设定，不是难事，但需要对标的进行研究和判断。至于如何在实战中操作，则“运用之妙、在乎一心”，千变万化，足够再写一本书，不再赘述。

## 第48节 风格：安全待机法和安全长持法

前文表述过，根据仓位控制和建仓节奏的不同，可以分为两种风格：安全待机法和安全长持法，适合不同的仓位控制策略和资金性质。

安全待机法就是大部分时间持币，只有出现明显市场机会时才重仓进场，需要极大的耐心，往往收益大，安全性极高。典型案例如以前的南山85元、新钢85元、巨轮92元等。一般把三条线设得较低，同时三线比例配置明显向重仓线偏移，如2：3：5等。

安全长持法的特点是随时可以在当前找到可买入的标的，买入后无论价格涨跌都不再做波段操作，长期持有等待转股发生。该方法适合追求安全而没有时间盯盘的投资者，不用像安全待机派那样时时蹲守价格。安全长持法一般平均设置三条线的配置比例，或者略向加仓线倾斜，如3：5：2等。

安全待机法适合仅有一个仓的资金，以求配置到较好的安全买入价。优点是可能超额收益较大；缺点是等待时间较长，需要盯盘，满仓较难，有时会错过重仓线的标的。

安全长持法适合有多个仓的资金，资金到位即可建仓，建仓完毕即可锁仓，新的资金到位后可重复操作。缺点是可能持仓价格整体偏高，有时会错过重仓线的标的；优点是随时可建仓、满仓，盯盘时间少。

安全待机法看重的是尽量等到更低的建仓成本，尽量等待重仓机会的发生；要点是更有耐心、不怕持有现金（或替代品），不错过重仓的机会，但相应的风险就是可能踏空。

安全长持法看重的是尽快建好一定的仓位，然后少看甚至不看市场波动，等待提前转股的自然发生；要点是简单、快速，不错过建仓的机会，但相应风险就是可能会错过重仓机会。

具体体现在操作上，表现为：

- 安全长持法把三条线定的相对较高，安全待机法则往往定得较低；
- 安全长持法建仓或满仓、接近满仓的速度快，安全待机法则很难重仓或满仓；
- 同样一个三条线，安全长持法可能配置偏向建仓线，仓位线可能会配置为4：3：3或5：4：1等，安全待机法可能更侧重满足重仓线，仓位线可能会配置为2：3：5或3：3：4（简而言之，长持法更侧重头，待机法更侧重尾）；
- 安全长持法可能会多次遇到几次建仓线，反复建仓，就满仓了（也可以用仓位比例控制），安全待机法可能1年都等不到重仓机会，甚至轻仓遇到牛市或反弹（安全待机法的另一个偷懒的变体是“到了加仓线才建仓，到了重仓线才满仓”）。

因此，两者适用于不同的人群：

- 安全长持法适合没有太多时间研究和跟盘的人，尽快在安全线内买到接近山脚的价格，集中精力去工作或享受人生，属于不放过机会，也不在乎收益率小有不足，但更注重生活品质的人士，特别适合于中产阶级用于资产长期稳健增值之用：用力少而所得不菲。
- 安全待机法适合更注重资金利用率，而且有时间等待、研究和盯盘的专业投资人。他们更侧重于等待更好的价格，等待市场的恐慌，以自己的耐心实现自己的“贪婪”。

最后，谈谈两者的优劣，或者说收益的高低。

很遗憾我的个人答案是：各有所用，各有所长，优劣不在于策略，（收益）高低在于投资者存乎一心的运用之妙。

各有所用，上班、创业、家族资产增值者不能天天甚至月月盯盘，不选安全长持而何为？

反之，时间充裕，经过市场线上长期磨练的老猎手，不等待更好的机会

而何为？

各有所长，安全长持法就像一个浅层的网，可以轻易把浅海的鱼虾蟹贝一网打尽，但别指望能捞到深海的珍稀动物；安全待机法就像一个深海的网子，有机会打捞到海底的海参等高价猎物，但错过水面附近的小鱼小虾也不用惋惜。要知道，安全长持法可能三网才顶上安全待机法的一网，胜在有网不虚；而安全待机法“一年不开张，开张吃三年”，但空手而归或轻仓遇到牛的概率也略大。

所以，尽量熟悉自己的网子吧，“面值-高价折扣法”和“三条线”已经基本保证了整数的安全收益率，花太多时间纠结于提高小数点后的数字，意义不大。

根据经验，长期浸于可转债投资中，你会慢慢熟悉可转债的深浅，然后根据自己的“水性”慢慢摸索、创造出一套适合于自己的仓位配置比例原则。所谓安全长持和安全待机，无非是个侧重和配比，实际操作起来往往你中有我、我中有你，适合自己的才是最好的，当鞋子合脚的时候，你不会深究是鞋子适合了脚、还是脚顺应了鞋子，好好享受那种说不出的快感吧！

得鱼忘筌，过了河，就不要把船扛在肩上啦！



---

## 第7章 《安道全周报》精华选登和投资心得

---

本章是《安道全可转债理财周报》电子版一年来的精华选登，也是对一两年来可转债投资心路的一个粗略剪影。

本章中的部分文章，具有强烈的实战指导意义，或者投资哲学思辨，可以作为参考。

此外，本章介绍了一些基本功，比如，如何计算可转债到期价值、隐含回售收益率、期望值等，对初学者具有启蒙意义；《学习基金好榜样》系列文章，对如何解读可转债基金具有很强的指导意义，对于如何学习、借鉴乃至借道可转债基金套利，亦有裨益。

对于可转债投资者来说，本章算是一份免单的自助加餐。

请慢慢享用，用餐快乐！

### 本章要点集萃

- 适合自己的就是最好的。
- “集思录”提供的数据适合所有的可转债投资者，当前最为出色。
- 工欲善其事，必先利其器。
- 本书介绍的所有可转债投资参考工具，几乎都是免费的。

- 每个投资者都应该对免费数据提供者怀有感恩之心。
- “知道”不代表“能够”。“知道”与“能够”的差别就是普通股民与职业高手的差别。
- “有性格的人才能拿着现金坐在那里什么事也不做。我能有今天，靠的是不去追逐平庸的机会。”——查理·芒格
- 本金少不是进赌场的理由。
- 本章应该能够大大充实可转债投资者的收藏夹。



# 第49节 用期望值给民生可转债把把脉

（2014年3月2日）民生可转债下调转股价被否，市场如同吃了泻药狂吐不止，民生可转债一度跌到10%。民生可转债真的有这么不堪吗？人心是变化的，估值是变化的，企业的经营情况也是变化的，但仍然有一些不变化的，或者说大概率不变化的，值得我们在沧海横流、泥沙俱下时，鞠一捧水细细品、静静察。

首先，民生违约的可能性大吗？答案无疑是不大，而且是相当之不大。民生的股权分散，经营卓越，牌照齐全，经营人才济济，无可讳言2014年银行受到市场利率化的冲击是前所未有的，但商业银行远远不如大银行受到的冲击大，而民生银行占有先发优势的小微贷款业务，既是利润最丰厚的（市场实际借贷利率在20%以上），也是非常符合当前政策的。

退一万步讲，如果民生经营发生了很大的问题，要倒闭，也可以相信：  
1. 其大股东都有进一步持股的欲望；2. 股权分散+民企性质，国外多家财团觊觎的目标。因此，如果民生遇到困难，以我们的了解毫无疑问将是国内外资金进一步控股或增持的良机。

其次，民生转债到期值多少钱？如果不倒闭，那么到期还债将是最差的结果。根据合同，民生转债的利息为“第1年0.6%，第2年0.6%，第3年0.6%，第4年1.5%，第5年1.5%，第6年1.5%”，到期时间为2019年3月16日，到期赎回价为106元（含最后一年利息），则按照安道全算法，其到期价值为： $106+0.6\times 3\times 80\%+1.5\times 2\times 80\%=109.84$ 元。

到期收益率为： $109.84\text{元}\div\text{当前价}88.89\text{元}=23.57\%$ 。

除以到期时间5.04，到期年化为4.68%。

这就意味着只要5年后民生没有倒闭并如期还钱，最差的结果就是总收益率为23.57%，年化收益率为4.68%。

如果民生没有倒闭，而是在市场利率化的洗礼中凤凰涅成功了，又会如何呢？

假设触发了强制赎回条款，那么意味着可转债至少上130元，由于强制赎回的触发条件为“A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%”，加上民生正股的股性，见到135元、140元应该是大概率，以140元计算的话，总收益率当为：

$$140\text{元} \div \text{当前价} 88.89\text{元} - 100\% = 57.498\% \approx 57.5\%$$

年化呢？由于不知道这件事情发生在何时，以剩余的5年计算，如果在1年内发生（概率不大），则年化收益率大于57.5%；如果在1~2年内发生，则年化收益率在28.75%~57.5%之间；在2~3年内发生，年化收益率在19.166%~28.75%之间；在3~4年内发生，年化收益率在14.375%~19.166%之间；在4~5年内发生，年化收益率在11.50%~14.375%。基本如此。

当然，如果民生在5年内经营出色，业绩更加出人意料，或者遇到牛市，可能远远要比140元高，160元甚至200元以上都有可能。对此，可参考2006年招行可转债的表现，从2004年发行到2006年年初银行一直被唱空，招行股价确实也不十分出色，但2006年中期牛市来临，招行转债一路到176.99元，于2006年9月触发强制赎回，最终收盘价为169.08元，总收益60%~70%以上，时间不到两年。如果将持有的招行转债转股继续持有，到2007年可以再翻一番。

能不能在剩余的5年内遇到牛市或反弹市，反弹或上涨多少？完全不得而知，所以就不在此赘述了；安全第一，我们还是预算风险和保底，超额收益看天意。有兴趣的同学，可以参照上文的公式自己计算一下。

我们主观认为，民生银行很有可能是市场利率化的最终胜出者之一，此观点仅供参考。

再次，除了到期赎回、提前转股、违约，是否还有其他可能？参照工行和中行的走势，我们曾经提出过到期转股的概念，也就是正股价不到转股价

的130%，但相对应的转债价又高于转债的到期价值。比如对于民生来说，就是高于109.84%（转债到期价值为109.84元），又低于130%。此时面临到期106元赎回，持有人可能只能选择场内卖出转债或直接转股，否则以106元被赎回得不偿失。

由于转股会产生大量新的股份，严重冲击股价，所以在109.84%附近不太可能，必须要高于此平衡线，因此选110元~130元之间的价格，也就是120元为中枢衡量。则到期转股的收益率为：

$$120\text{元} \div \text{当前价} 88.89\text{元} = 35\%$$

由于只有到期才能发生，所以年化收益率为 $35\% \div 5.04\text{年} \approx 7\%$ 。

该事件由于到期时间长，发生条件苛刻，且民生股性尚佳，发生概率很小。

综合起来，大致将出民生转债的期望值汇总如表7-1所示。

表7-1 民生转债的期望值汇总

民生转债事件	价 格	概 率	价格×概率	备 注
到期赎回	109.84	5%	5.49	到期价值
提前转股1	160	50%	80.00	可能更高
提前转股2	140	40%	56.00	估算
违约	0	0%	0.00	主观
到期转股	120	5%	6	无回售
剩余年	5.04	期望值汇总	147.49	总收益率
当前价	88.89	到期期望值年化	13.08%	65.93%

综上所述，以当前价格买入民生，持有到以上时间都发生（理论上），民生转债期望值价值是147.49元，总收益率为65.93%。

到期期望值年化应该大于13.08%，由于只有到期才有效，仅供参考，没有很大的参考意义（因我们认为民生转债5年内提前发生强制赎回的可能性很大，一旦提前，用5.04年计算就失真了）。

因此，在安道全团队的内心当中，民生银行转债的潜在估值为147元，

潜在最差年化估值为13.08%。由于我们满意这个估值，所以会依照纪律进行配置。

但是！以上分析仅限于团队个人意见，绝不代表客观事实**100%**一定如实发生。每个人对民生正股、转债、市场的估值和看法绝对不同，因此仅供参考，绝不求同！建议读者有时间，亦可自己填写一下表7-1，得出自己的结论。

计算完期望值，我们也愿意指出以下事实：

1. 安道全的宏观和短线预测能力一般，请参考我们的逻辑和数据，忽略我们的主观看法（如看好民生长线经营，可商榷可存疑），看淡结论（可以参考，最好相信自己、相信常识、相信市场）。

2. 民生有下跌的理由：尽管转债大跌9%~10%，正股仅仅下跌了0.66%，但转股溢价率仍然达17.1%，与工行的4%、中行的10%相比，绝对数值略高，但以股性论合适（个人看法）。

3. 民生有下跌的契机：下调转股价失败，之前重仓或杠杆赌博的人夺路而逃，又带动未赌博但有杠杆质押的人被动平仓，反向反馈形成，暴跌。

4. 不排除近期有更低的价格出现，不影响长期价值的早晚回归。

5. 民生银行当前确实受到银行大环境的影响和市场利率化的冲击，直销银行试水遇到政策阻碍，在2014年不排除遇到更恶劣的情况，但“长线”、“主观”看好民生的创新基因和小微贷利润成长。

6. 民生转债下调转股价，投票比例大约为40%:40%，这说明管理层是想下调的（不仅仅是社会责任作秀），民生银行的经营是缺钱的！这对银行发展来说是利空，对转股积极性来说是利好（个人主观看法）。

7. 民生银行的净资产6.59元，正股价7.53元，转股价9.92元，其转股价下调空间仍然很大，下调可能性仍然不小，本次不成功并不代表以后不成功，相反可能管理层由此吸取教训，增加了操作经验。

8. 民生下调转股价除了主动提出外，还可能有以下被动下调手段：定向增发、优先股、分红等，此种下调很容易通过，尤其分红是股东和持债人都欢迎的。

9. 民生转债获得超额收益的最大动力，仍然是业绩和股价的正向双增长。

10. 建议长线资金尤其是大资金配置民生转债；短线涨跌不敢预测，因为短线不敢言底，但长线肯定非顶。

## 第50节 “转债基本功”——计算久立转债的基本数据

久立转债即将发行，新转债上市，数据是如何得来的呢？我们在此一一计算，仅供参考。

久立转债本次发行基本情况如下：

初始转股价19.96元；发行规模4.87亿元；存续时间6年，票面利率：第1年0.5%、第2年0.7%、第3年1%、第4年1.3%、第5年1.7%、第6年2.1%；到期时间为2020年2月24日；回售价103元（含当年利息）；到期赎回价108元（含最后1年利息。）

接下来进行计算。

### 1. 到期价值

到期价值持有到期将会拿到的保底价值。

根据安道全公布的算法，到期价值=到期赎回价（含最后一年利息）+除最后一年外所有未付利息之和×80%（扣税20%），请注意安道全此数据计算方法与众不同之处，详情请参阅博客文章：《转债基本功&公告：【安道全】将采用新的税后到期收益率算法》，网址为[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_537d5dc501015nf3.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_537d5dc501015nf3.html)。

因此，根据以上的算法和公布的6年利率，久立转债的到期价值为：

$$108\text{元} + (0.5 + 0.7 + 1 + 1.3 + 1.7) \times 80\% = 112.16\text{元}$$

### 2. 到期收益率

由于目前还没有发行，转债价格只能先以100元计算，则到期收益率为：

$$112.16 \text{元} \div 100 - 100\% = 12.16\%$$

### 3. 到期年化收益率

到期时间为6年，到期年化为：

$$12.16\% \div 6 = 2.02\%$$

### 4. 转股价值

$$\text{转股价值} = 100 \text{元} \div \text{转股价} \times \text{正股现价} = 100 \text{元} \div 19.96 \times 19.27 = 96.54 \text{元}$$

### 5. 转股溢价率

转股溢价率（由于未上市，只能先以100元计算）

$$= (\text{转债现价} - \text{转股价值}) \div \text{转股价值} \times 100\%$$

$$= (100 \text{元} - 96.54) \div 96.54$$

$$= 3.58\%$$

（因不能转股，且未能上市，仅有计算参考价值。）

### 6. PB（市净率）

$$\text{PB} = \text{股价} \div \text{净资产} = 19.27 \div 5.577 = 3.46$$

说明可下调空间很大，熊市有抵御空间。

### 7. 回售触发价

久立的回售触发价条件是低于转股价的70%，所以回售触发价 =  $19.96 \times 70\% = 13.972$ 元。但是由于2018年才能进入回售，因此现在仅有参考

意义。

## 8. 转债市值比

转债市值比=转债现在规模÷正股当前市值=4.87亿元÷60.12亿元=8.1%，中等。

## 9. 强赎最少涨幅

强赎最少涨幅=现转股价×130%÷现在股价-100%

=19.96×130%÷19.27-100%

=34.65%

当然了，由于半年后才能转股，所以当前这也仅供参考。+

## 10. 长线强赎最少涨幅%

长线强赎最少涨幅%是我们独创的一个数据，其公式=(净资产×130%)÷现正股价-100%，其中净资产既可采用最近一期公布的，也可以采用最近一期经审计的。

具体请参见博客文章：《可转债转股难度系数：转股最少涨幅计算方法》，网址为[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_537d5dc501015d8o.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_537d5dc501015d8o.html)。

这个参数和PB有类似的作用，主要是从长线看，如果转债可以把转股价调到净资产，达到强制赎回价格，实际需要的最少涨幅。由于很多转股价是虚高的，这个参数可以看出下调转股价后，转债能够强赎的容易程度。

久立转债长线强赎最少涨幅=(5.577×130%)÷19.27-100%=-62.38%

不要怀疑，负数恰恰说明如果久立转债下调转股价到净资产的深度。

此参数与PB密切负相关，PB相对来说越大越好，此参数越小（越负）越好。



## 11. 税后单利年化相对应的价格

年化N%价格线=到期价值÷（剩余年×N%+1）

如久立特材年化5%价格线=到期价值÷（剩余年×5%+1）

=112.16÷（6年×5%+1）

=86.28元。

以此类推。

# 第51节 可转债如何质押正回购放杠杆

可转债和企业债一样可以质押正回购借钱放大杠杆。如确信持有的可转债后市有较大上涨空间，不想卖出，但又需资金时，可以将可转债质押入库，再正回购借入资金。可转债质押回购的操作很简单，与企业债正回购大同小异，操作流程如下。

## 第一步，质押入库

在证券账户中，单击“卖出”，输入欲质押可转债的质押代码，比如中行转债，就输入105806，然后填入要质押的数量，下单即可，如图7-1所示。

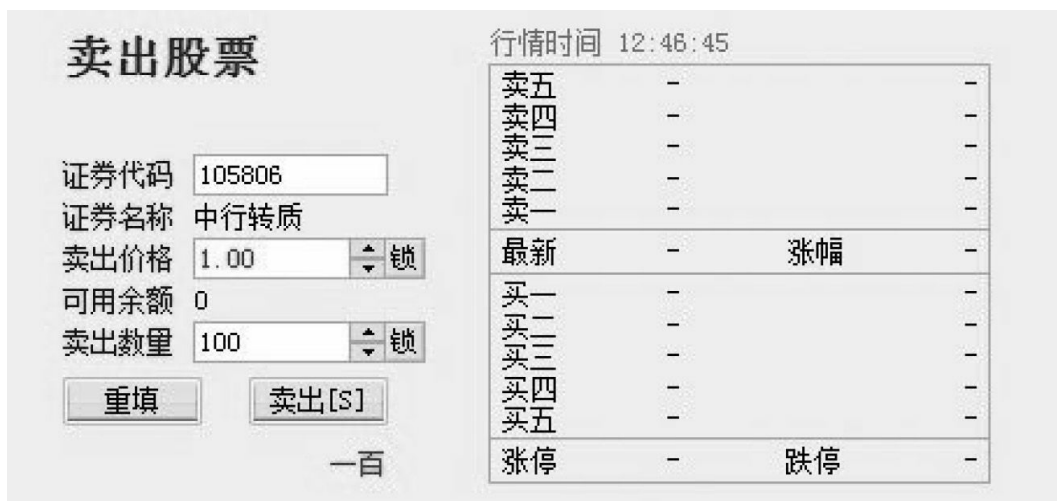


图7-1 质押入库

质押入库完成后，就会得到相应的标准券，中行转债的折算率是0.68，那么刚才质押入库的100手中行转债就得到了68张标准券，如图7-2所示。这个标准券和企业债质押入库标准是一样的。

证券代码	证券名称	库存数量	出库数量	入库数量	折算率	折算标准券数量
113001	中行转债	0	0	100	0.680	68.000

图7-2 中行转债标准券数量

当然，不是所有的可转债都可以质押正回购。目前流通的20多只可转债中只有13只可以质押正回购，对应的质押代码如表7-2所示。

表7-2 可以质押正回购的可转债

可转债	质押代码
同仁转债110022	同仁转质105811
国投转债110013	国投转质105802
国电转债110018	国电转质105804
川投转债110016	川投转质105803
重工转债113003	重工转质105809
工行转债113002	工行转质105805
南山转债110020	南山转质105801
石化转债105807	石化转质105807
海运转债110012	海运转质105801
新钢转债110003	新钢转质105800
中行转债113001	中行转质105806
中海转债105803	中海转质105803

注：1. 此为沪市转债转质代码，深市转债无质押代码，需要在软件中操作；2. 可转债折算率可在每期安道全周报表格中查到。

## 第二步，正回购借钱

详情请参考往期博文《“网上正回购”实操体会》，网址为：  
[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_958aca8001013iop.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_958aca8001013iop.html)。

## 第三步，质押出库

这一步跟企业债出库一样。在证券账户中，单击“买入”，输入质押代码，下单即可。出库后，就可以在账户中看到对应品种和数量的可转债了，当时就可以卖出。

### 注意事项：

1. 当天买入的可转债当天就可以质押入库。
2. 可转债质押入库后，就不可进行转股和回售申报。
3. 可转债到期日前10个工作日（T-10）起，停止提交进入回购质押入库操作。

正回购低倍套作企业债被认为是一种低风险的收益较确定的投资方式，于是有同学问“是否可以正回购套作可转债？”，操作上看当然是可以的，但因为可转债的票面利息一般只有0%~2%，而正回购的成本年化在3%左右，所以套作可转债并没有确定的收益，从利息差上看反而还要付出一些利息成本。“套作可转债”能否赚钱取决于可转债的价格能否上涨，与“套作企业债”不同：即使企业债价格下跌很多，只要不违约，持有到期，套作企业债的收益是固定的。如果可转债价格大涨，套作可转债的收益翻倍；可转债价格大跌，套作企业债的损失也将翻倍。

# 第52节 转债成功的投资者要具备的数学逻辑

## 1. 关于收益率

假如你有100万元，收益100%后资产达到200万元，如果接下来亏损50%，则资产回到100万元，显然亏损50%比赚取100%要容易得多。

## 2. 关于涨跌停

假如你有100万元，第一天涨停板后资产达到110万元，然后第二天跌停，则资产剩余99万元；反之第一天跌停，第二天涨停，资产还是99万元。

## 3. 关于波动性

假如你有100万元，第1年赚40%，第2年亏20%，第3年赚40%，第4年亏20%，第5年赚40%，第6年亏20%，资产剩余140.5万元，6年年化收益率仅为5.83%，甚至低于5年期凭证式国债票面利率。

## 4. 关于每天1%

假如你有100万元，每天不需要涨停板，只需要挣1%就离场，那么以每年250个交易日计算，一年下来你的资产可以达到1203.2万元，两年后你就可以坐拥1.45亿元。

## 5. 关于每年200%

假如你有100万元，连续5年每年收益率200%，那么5年后你也可以拥有2.43亿元的个人资产，显然这样的高额收益是很难持续的。

## 6. 关于10年10倍

假如你有100万元，希望10年后达到1000万元，20年达到1亿元，30年达

到10亿元，那么你需要做到年化收益率25.89%。

## 7. 关于补仓

如果你在某只股票10元的时候买入1万元，如今跌到5元再买1万元，持有成本可以降到6.67元，而不是你想象中的7.50元。

## 8. 关于持有成本

如果你有100万元，投资某股票盈利10%，当你做卖出决定的时候可以试着留下10万元市值的股票，那么你的持有成本将降为零，接下来你就可以毫无压力地长期持有了。如果你极度看好公司的发展，也可以留下20万元市值的股票，你会发现你的盈利从10%提升到了100%，不要得意，因为如果此时股票下跌超过了50%，你还是有可能亏损。

## 9. 关于资产组合

有无风险资产A（每年5%）和风险资产B（每年-20%至40%），如果你有100万元，你可以投资80万元无风险资产A和20万元风险资产B，那么你全年最差的收益可能就是零，而最佳收益可能是12%，这就是应用于保本基金CPPI技术的雏形。

## 10. 关于做空

如果你有100万元，融券做空某股票，那么你可能发生的最大收益率就是100%，前提是你做空的股票跌没了，而做多的收益率是没有上限的，因此不要永久地做空，如果你不相信人类社会会向前进步。

## 11. 关于赌场赢利

分析了澳门赌客1000个数据，发现胜负的概率为53%与47%，其中赢钱离场的人平均赢利34%，而输钱离场的人平均亏损72%，赌场并不需要做局赢利，保证公平依靠人性的弱点就可以持续赢利。股市亦如此。

## 12. 关于货币的未来

如果你给子孙存入银行1万元，年息5%，那么200年后将滚为131.5万元，如果国家的货币发行增速保持在10%以上（现在中国广义货币M2余额107万亿元，年增速14%），100年后中国货币总量将突破1,474,525万亿元，以20亿人口计算，人均存款将突破7.37亿元（不含房地产、证券、收藏品及各类资产）。如果按此发行速度，货币体系的崩盘只是时间问题，不只是中国乃至全世界都面临货币体系的重建。货币发行增速将逐步下移直至低于2%，每年20%的收益率到那时中国人才会意识到真不容易。

综上所述，在生命过程中成功的投资要具备三个条件：

一是防范风险，保住本金；二是降低波动率，稳健收益；三是长期投资，复利增长。

关于成功投资的四个建议：

一是适度资产组合；二是不要轻易尝试做空；三是努力克服人性的恐惧和贪婪；四是危机更值得把握。

# 第53节 《学习基金好榜样》兴全可转债2014年1季度持仓分析

兴全可转债以其对可转债研究之专业和专注，一向为可转债投资者所万众瞩目，并成为山寨对象。近期，兴全公布了最新的2014年1季报，持仓如何？相对上一季度又有哪些增减仓？尤其是有哪些作业值得我们抄袭呢？不妨一起来欣赏一下杨云课代表的公开答卷吧！

首先，是2014年1季报的可转债持仓情况（合并了未到转股期的转债），如表7-3所示。

表7-3 2014年1季报可转债持仓情况

序号	债券代码	债券名称	公允价值（元）	占净值比%
1	113001	中行转债	887,654,168.10	34.58
2	110015	石化转债	646,109,278.70	25.17
3	113005	平安转债	351,088,510.50	13.68
4	110018	国电转债	148,401,813.00	5.78
5	110024	隧道转债	115,544,129.40	4.5
6	110011	歌华转债	77,544,000.00	3.02
7	110012	海运转债	68,981,115.00	2.69
8	110023	民生转债	62,203,942.90	2.42
9	128003	华天转债	50,730,196.99	1.98
10	110017	中海转债	18,270,000.00	0.71
11	110016	川投转债	6,253,500.00	0.24
12	125887	中鼎转债	5,544,303.23	0.22
13	110019	恒丰转债	1,736,205.60	0.07
14	126729	燕京转债	1,057,969.48	0.04

其基本持仓特点如下。

1. 重仓大转债，尤其重仓中行转债和石化，其次是平安。三者相加占比73%以上！似乎，这也是无奈之举，其32亿的体量限制了不得不配置大转债，而工行转债由于是基金托管行不得不回避，因此两行一化电力+平安成为必备品。但还是从中能看出来侧重点：重配中行转债，其次石化转债，再次才是平安转债，显然对民生持谨慎态度，起码比团队保守得多。平安在报告“处于转股期的可转换债券明细”中没有体现，但出现在“前五名债券投资



明细”中，实际是配置石化可转债后的第3重仓。

2. 持有较多的歌华转债，虽然占比不大，但绝对数量不少！可能是看好歌华的题材和爆发可能性。这点杨云同学比我们乐观，我们建议要么等一等回售更近时，要么赌一赌（买入守一守），杨云选的是后者，潜伏坚守。持有歌华转债的同学可以窃喜5秒钟，优等生与你同行！

3. 隧道转债是第五重仓，而且没有动，虽然隧道转债本季度从89元涨到108元多。

4. 持有相当多数量的海运转债（6800万）。以海运转债的规模而论，杨云的持仓其实比歌华还重，歌华规模16亿，海运仅7亿（快10%了）。因本团队重仓海运，不再赘述，以免有屁股决定嘴巴之嫌。

5. 持有民生转债，但相对其200亿的规模，相当少，可能觉得民生激进？或一年内下调转股价或上涨乏力？还是出于对沪港通的警惕？不得而知，我走我路吧。

6. 持有少量中海转债，转债规模比海运大，持仓比海运小，倾向性一目了然。

7. 少量持有川投转债，根据后面的分析还是新增仓的。这里能看出杨云还是喜欢做预测和波段的，因为川投转债1季度最低价118元，大部分时间都在120元以上，新增成本肯定在120元以上。虽然我们同样认为川投转债在2014年很可能继续冲击强制赎回线，且电力业绩尚可，但还是选择在三条线以下买入。虽然坚守的时间长，但更保险。目前川投转债已经多次超过130元，给出了多次分批兑现的机会。120元买川投转债，需要预测准确，再加艺高胆大，显然不是我们；600万，看来杨云也不确定。

8. 持有或增仓华天。杨总看来是看好华天的成长性，尽管1季度华天转债很少下到115元，从未到过110元，但还是坚定持有，可见还是看好其提前转股的长线潜力的。值得一说的是，华天转债2013年12月底到过三条线的建仓线，上过130元较长时间，最高达141元，此时可以在130元、140元兑现

（部分或全部）；继续持有的人可以宽心，杨云的持仓成本比我们高得多。持仓5000万，比川投转债坚决，股性或成长性信心的关键。此外，比较激进的人可以在115元以下继续和杨总一块蹲守，但再高就不好说了；保守的人建议继续谨守三条线，111.6元到期保本。

9. 少量持有中鼎转债，团队的第二等重仓，股性不错现价不菲，但增仓不少。

10. 极少量持有恒丰转债，安全性够，但不确定性也高。可能杨云不抽烟吧！

11. 没有重工！没有博汇！没有南山！没有海直，没有泰尔！课代表还是有口味的：没业绩的不要，有风险的不要，没把握的不要，行业短线没起色的不要。

12. 没有东华转债，课代表不走钢丝，你呢？

13. 没有重仓当时不能转股的徐工、深燃和久立转债，在报告中显示不出来是否少量持有。齐翔腾达转债上市日期在1季报后，也没有入表。

综合2013年4季报和2014年1季报，可以看出兴全转债在2014年1季度的操作路径，如表7-4所示。

请注意，表7-4采用公允价值计算，虽然采用张数更为合理，但兴全基金的季报、年报中仅对前五位给出张数，明细只有公允价值；有心人可以分别找出两个季报末的转债市价，相除以后可得实际张数。我们在此仅用公允值，但会参考公布张数和实际价格。

表7-4 对比2014年1季报和2013年4季报

序 号	代 码	转债名称	净值比%	增 长
1	113001	中行转债	34.58	1.7%
2	110015	石化转债	25.17	401.5%
3	113005	平安转债	13.68	202.0%
4	110018	国电转债	5.78	-32.1%
5	110024	隧道转债	4.5	5.8%
6	110011	歌华转债	3.02	-6.1%
7	110012	海运转债	2.69	-1.9%
8	110023	民生转债	2.42	-5.3%
9	128003	华天转债	1.98	纯增
10	110017	中海转债	0.71	-46.3%
11	110016	川投转债	0.24	纯增
12	125887	中鼎转债	0.22	102.0%
13	110019	恒丰转债	0.07	-0.9%
14	126729	燕京转债	0.04	纯增

2014年1季度前五大持仓明细，如表7-5所示。

表7-5 2014年1季度前五大持仓明细

序 号	债券代码	债券名称	数量（张）	公允价值（元）	占净值比%
1	113001	中行转债	9,064,170	887,654,168.10	34.58
2	110015	石化转债	6,311,510	646,109,278.70	25.17
3	113005	平安转债	3,551,730	351,088,510.50	13.68
4	110018	国电转债	1,436,610	148,401,813.00	5.78
5	110024	隧道转债	1,117,340	115,544,129.40	4.5

2013年4季度前五大持仓明细如表7-6所示。

表7-6 2013年4季度前五大持仓明细

序 号	债券代码	债券名称	数量（张）	公允价值（元）	占净值比%
1	113001	中行转债	9,064,170	873,151,496.10	31.37
2	110018	国电转债	2,117,850	218,456,227.50	7.85
3	110015	石化转债	1,350,950	128,826,592.00	4.63
4	113005	平安转债	1,083,910	116,249,347.50	4.18
5	110024	隧道转债	1,117,340	109,231,158.40	3.92

经过对比和分析后，可以得出以下一隅之见（谨供参考，欢迎指正）。

1. 中行转债和隧道转债纹丝不动，查阅持有张数，发现两者一张不变。中行转债波动不大，尚可理解；隧道转债1季度最低89元，最高108元，波动20%以上，杨云做到了邱少云，我们也是，您呢？从这点看，杨总是觉得隧道转债不只值110元；但是，（似乎）他也没在89元加仓，嗯，Me

too。隧道转债业绩不能并表，前途光明，短期难爆。

2. 大幅增持石化转债！由135万张增持到631万张，力度相当不小。显然，杨云是看好中石化转债的，但原因是什么？混合所有制、国企改革还是价值低估？不得而知。中石化转债1季度从95元附近上涨到108元以上，显然兴全的这个波段做得很成功。在100元以下的大转债，尤其是股性稍好的石化转债和工行转债，做价值恢复波段似乎更有效率；但恢复到多高，难以判定，这点我们远远不如杨总。目前仍持有631万张，以此推论是否105元（1季度末）不是高点呢？事后看，确实2014年4月中旬涨了一下，又跌到104元。大转债宜波段，但显然不是一般人可做的，建议可参考杨总操作。

3. 平安转债大幅增持200%以上。这个我们有共同语言。why? 因为1季度平安转债三次下探100元，看来兴全认为100元以下的平安转债应该是有加仓价值的。兴全转债对平安转债的观点比对民生转债更乐观，请注意参考。2014年3月底持有355万张，收盘价99元，近期上涨到106元以上，兴全净值应该受益，但是否减仓不得而知。

4. 国电转债大幅减持。从211万张减少到143万张。我们猜测应该是兴全对电力行业和国电的研究所致，具体内容不知。实际国电转债在2013年4季度末大幅下跌，从110元跌到100元；2014年1季度实际是上涨的，从98元到106元，波动也不大。

5. 川投转债新增600多万元。同样是电力，但态度不同，可能是做波段套利。实际水电1季度来水偏枯，火电倒好些，川投水电比重反而大，可能是少量尝试。

6. 歌华转债和海运转债基本不动。歌华转债2013年底是95元，2014年1季度末是96元，变动不大，公允价值下降了6%，可能略有减仓，但数量不多；海运转债基本没变。对于两者的态度，感觉兴全应该还是坚守待变。

7. 民生转债变动也不大。公允价值下降了5%多，但2013年12月31日民生转债市价96.91元，2014年3月31日88.53元！相差9.5%，即使算上分红，也应该是下跌高于5%的，因此判断应该是少量加仓了，或者做了些波段。

不过即使加仓，数量也不多，似乎兴全对民生转债不太感冒，或持有戒心。

8. 华天转债表上新增仓5000万，占比1.98%。这个态度比较明确：兴全认为110多元的华天转债值得持有（非重仓），提前转股是值得期待的。对此我们表示一定程度的赞同，但建议大多数人还是尽量在115元以下，最好在111.60元以下开始建仓，有利于身心健康。杨云的优势是：心脏比你好，经验比你多，钱不是自己的。

注：由于华天转债2013年4季度不在转股期，因此不能体现在报表上，只能说未进前5。因此兴全转债在2014年1季度是否波动操作华天转债，是否纯增仓华天转债，可能性五五分。以杨云的风格看，在130元以上肯定应该兑现了；但是在多少价位买入的，不得而知。

9. 中海转债减仓40%。中海转债本来就不是很，从3300多万减到了1800多万。查2013年年末或2014年1季度末的市场价格，恰好都是91元多，但中间有跌到88元后慢慢涨到93元。因此，有可能逢低买入逢高减仓（理想），也有可能一直减仓。

10. 中鼎转债增仓一倍。查2013年年末或2014年1季度末的市场价格，基本是116元和118元，变化不大，因此增仓是肯定的行为。但中鼎转债规模不大，所以虽然增幅大，但实际也只不过从270多万增持到550多万。不过，对散户的指导意义不小，说明中鼎转债这个标的质地不错，兴全不能重仓只是成交量和规模的限制（还有价格）。当然，在110元以下买中鼎转债显然更为安全。类似的指导意义还有海运、歌华和华天转债。

11. 去年清仓后没有持有的是重工、博汇和海直转债。重工转债，实际在2014年1季度到过101元左右，杨云不为所动，耐人寻味。博汇转债，杨云一直不再持有，应该是觉得提前转股难度大，概率小，确定性不够，放弃了。海直转债，中间见111元和132元多，掠过三条线，即使建仓也不会太多，但可以再次高价兑现一次；兴全可能认为属于不确定题材，而且年报和

季报业绩应该没实质利好。

在这方面，我们略有区别：重工转债在101元附近加仓；海直转债在111元附近建仓；博汇转债略有同感，103元持有的继续等待表演结果，106元持有的基本兑现了。博汇将宣布重大事项，假设提前转股成功，则我们和兴全可能错过一次30%的较大机会，不过依然坚持做法：5年30%多一次以上概率，总是大于半年30%多的概率的；宁可错过十次晚餐，也不要赶上一次杀头（或原价奉还）。

12. 恒丰转债，变化不大，持有不多，173万而已。

13. 少量新增燕京转债。燕京转债已经存量极少，且溢价19%，不低，可能波段操作，或者看好正股的平稳增长。

仔细阅读以上的表格，基本能读出一些杨云和兴全转债的信息：

- 2013年4季度末净值27.8亿，2014年1季度末32亿，期间净值增长1.47%，4亿多申购。
- 以大转债构筑防守反攻，其中中行转债、隧道转债主防守，平安转债、石化转债主进攻。
- 减国电转债、增川投转债，效果暂无；加上暴增平安转债、石化转债，波段明显。
- 持仓表明态度：不看好重工转债年报；不看好博汇转债提前转股；对民生转债看淡。
- 比较依赖大转债，业绩主要来自对大转债的波段操作。
- 对歌华、隧道、海运和中行转债采取长期持有态度。
- 对中鼎、华天转债敢于在110元甚至120元以上持仓，长线看好正股股性。
- 机械行业一律回避，无论是规模大小还是价格高低的泰尔和徐工转债。
- 航运行业两个都配，但相对重配海运转债，减仓中海转债，但过于剧烈和短线。

最后，奉上兴全可转债报告期内基金投资策略和运作分析，谨供参考。

2014年1季度，除了创业板指数表现优异外，沪深主板及中小板指数都出现了明显回调，而且一路强势的创业板也走出了冲高回落的走势。盘面上市场热点变得快速转换，持续性减弱。以炒作和并购重组为特征的各种概念故事股1季度脉冲行情较为抢眼，但从历史来看通常都是投机的强弩之末。行业层面上，以互联网为代表的信息服务、信息设备以及机器人概念的机械设备等板块表现优异，都有超过10%的涨幅。采掘和农业受基本面持续恶化的影响，跌幅较大。

进入2014年1季度资金面突然变得异常宽松，但经过2013年整个下半年的资金紧张，大量投资者对资金面可能的变化仍心存余悸。债券市场短端收益率大幅下行，而中长端的收益率变动并不明显，收益率曲线变得陡峭。转债市场受主板市场的下跌仍是下跌走势，但大量转债由于收益率逐步抬高，价格钝化日益明显，转债指数1季度下跌1.12%。

基金1季度的大类资产配置变化较大，主要因为基金大幅下降了股票的持仓比例，同时大比例地提高了转债持仓比例。基金在股票持仓上相对偏新兴成长，1季度随着一些持仓股走势超预期，基金做了大比例地减持，另一方面，大量转债特别是一些大盘转债收益率日益抬高，而转股溢价率并没有被大幅抬高，基金转而大比例地增持了转债，在回购利率持续较低的情况下基金对转债投资进行了一定比例地放大配置，主要基于对这些转债收益率已足够安全的判断。

#### 管理人对宏观经济、证券市场及行业走势的简要展望

在2013年的年报中我们曾写道：赚钱效应是投资者迟迟不肯离场的主要原因，而一些优质成长股龙头其实已开始悄然回调，1季度主要是补涨的各种故事支撑着市场的热度。从目前时点来看，我们认为成长股在经过一年多时间的上涨后，在估值和涨幅上都有很大透支，而且其中充斥着无数鱼目混杂的为成长股，这些个股如果回调可能带来整体的泥沙俱下，目前环境下适当回避成长股应该是恰当的，优质的成长股会有好的买入时机。而一直被压抑的大盘蓝筹股会因为调整幅度大、调整时间长和估值足够低而带来阶段性的博弈机会。目前的转债无论是溢价还是纯债收益率都非常具有吸引力，作

为对蓝筹股的替代是非常有价值的。

与此相应的是，兴全投资总监王晓明主刀的兴全趋势基金，也对大转债进行了增配。其报告如下：

2014年1季度本基金最大的操作就是对重点的转债品种进行重点投资，截止3月底本基金转债的投资比重为38%。另外，基于对转债品种地看好，本基金对转债品种进行了放大操作。我们对转债品种进行如此重点的投资主要基于下列理由：从安全性的角度，我们投资时，这些转债的内部收益率和其债权的收益率相当接近，即使资本市场出现重大的系统性风险，我们测算这些转债的最大跌幅也是可控的；从融资成本考虑，这些转债的纯债收益率已经可以覆盖融资成本，因此，放大操作的成本不大；从攻击性的角度看，这些转债的转股溢价率都在10%以内，正股本身就蕴含着较大的投资价值，我们相信这些转债的攻击性不弱。进可攻，退可守，这些转债品种的风险收益比具有吸引力。

兴全基金和王晓明本人被认为是趋势投资的优秀管理人，意见可供参考。

如表7-7和表7-8所示为兴全趋势基金的2014年1季度持仓。

表7-7 前五大转债持仓明细

序号	债券代码	债券名称	数量(张)	公允价值(元)	占基金资产净值比例(%)
1	113005	平安转债	11,552,530	1,141,967,590.50	13.14
2	110015	石化转债	8,265,140	846,102,381.80	9.73
3	113001	中行转债	8,566,590	838,926,158.70	9.65
4	113002	工行转债	4,614,970	458,635,718.60	5.28
5	130243	13国开43	3,000,000	299,610,000.00	3.45

表7-8 可转股的转债持仓明细

序号	债券代码	债券名称	公允价值(元)	占基金资产净值比例(%)
1	110015	石化转债	846,102,381.80	9.73
2	113001	中行转债	838,926,158.70	9.65
3	113002	工行转债	458,635,718.60	5.28
4	110018	国电转债	12,879,444.00	0.15
5	110017	中海转债	5,913,085.50	0.07
6	110023	民生转债	4,577,737.20	0.05
7	125089	深机转债	1,248,873.30	0.01



可见，基本和杨云一致，只是更加保守、更加偏向大转债，因为兴全趋势规模更大。

此外，兴全趋势对平安转债更加看好，第一重仓11亿，可能还杠杆了。

另请注意：对于兴全趋势可以买的工行转债，其实倒没有像中行、石化转债那样多。

最后，有读者问为什么兴全保本的2014年1季报里，居然只持有2.91%的可转债，而且仅有一只中行转债？

原因是该基金为保本基金，而且不到半年即将到期（可续），因此现在现金为王。此外，可以看出兴全认为中行转债是当前最安全的大转债。

## 第54节 三大转债隐含回售年化详细算法：中海转9%+

歌华、深机、中海长期自甘堕落于面值以下，被市场亲切称之为垃圾转债。近日，转债价格下行，回售时间缩短，由于回售是持有人的权利，同时也是上市公司必须履行的义务，所以对三大垃圾转债的隐含回售收益率特别计算一下，仅供参考。

回售收益率相比到期收益率具体不确定性，因其发生时间不确定、当期利息不确定，而且是否发生也不确定，因此只能大致粗算，“精算师+抬杠师”请高抬贵手。算法如有异议，欢迎探讨。

3只转债的基本情况如表7-9所示。

表7-9 3只转债的基本情况

转债	现价(元)	剩余年	税后年化	到期价值(元)	回售时间	回售价(元)	到期时间	到期赎回价(元)	利息
歌华	95.20	2.85	4.46%	107.32	2015-11-25	103	2016-11-25	105	第1年0.6%，第2年0.8%，第3年1.0%，第4年1.3%，第5年1.6%，第6年1.9%
中海	89.80	3.53	5.75%	108.04	2015-8-1	100+利息	2017-8-1	105	第1年0.5%，第2年0.7%，第3年0.9%，第4年1.3%，第5年1.6%，第6年2.0%
深机	92.36	3.48	5.52%	110.12	2015-7-14	103	2017-7-14	107	第1年0.6%，第2年0.8%，第3年1.0%，第4年1.3%，第5年1.6%，第6年1.9%

首先是中海转债的基本资料：回售期为2015年8月1日；回售价为100元+当年利息；到期时间为2017年8月1日，到期赎回价格是105元，利息分别为，第1年0.5%，第2年0.7%，第3年0.9%，第4年1.3%，第5年1.6%，第6年2.0%。

假设2015年9月1日回售，或者保持在回售价上。那么当时的回售价是：100元+当年利息1.6%=101.6元。回售要收税20%，但即使发生回售，基本也有机构包底，差不多101.5元，但不确定，先按照101.6元计算；何况中海转

债保回售的可能性大于回售的真正发生，所以在101.6元以上的可能性很大。

中间产生的利息为  $(0.9+1.3) = 2.2$ 元，长持，所以扣除所得税20%，为1.76元。

回售或保回售不会发生在到期的2017年，而是最有可能在进入回售期后的几个月，时间以2015年9月1日算（此为估算，可自行调整），为1.6137年。

总收益为： $101.6\text{元} + 1.76\text{元} = 103.36\text{元}$ ，现价89.80元。

总收益率为： $103.36\text{元} \div 89.80\text{元} - 100\% = 15.10\%$

年化为： $15.10\% \div 1.6137\text{年} = 9.36\%$

因此，中海转债的理想隐含回售收益率为15.1%，时间为1.6137年，隐含回售年化为9.36%。

同理，歌华转债的计算过程如下。

回售期2015年11月25日，假设回售发生在2015年12月25日前后，时间约为1.9288年，回售价为103元+中间的利息  $(1.3+1.6) \times 80\% = 105.32$ 元，现价95.20元，理想回售总收益为10.63%，年化为5.51%。

歌华的到期年化是4.46%，略高，但整体很一般。

注意，歌华的PB大于1，净资产仅5元多，现股价7元多，因此可以通过下调转股价规避回售，而且概率相当大，所以计算其隐含收益率意思不大。

再计算深机转债。

回售期2015年7月14日，假设回售发生在2015年8月14日前后，时间约为1.5644年，回售价为103元+中间的利息  $(1+1.3) \times 80\% = 104.84$ 元，现价92.36元，理想回售总收益为13.51%，年化为8.64%。

比深机现在的到期年化5.52%要好得多，但和纯债相比有点逊色。

深机的净资产4.59元，现股价4.08元，转股价5.57元，有下调空间，但很有限。如果调整到净资产4.59元附近，4.59元的70%是3.213元，还是可以规避触发回售的，因此虽然看起来好点，但目前意义不大（除非您能准确地预言2015年8月深机股价低于3.213元，可以基本稳拿8%的年化收益）。

因此，目前来看，只有中海转债符合一定的可能性要求：

净资产6.54元，回售触发价为转股价的70% $=6.54 \times 70\% = 4.578$ 元，而中海转债现价不过4.2元。

当然，这仅仅是静态计算，股价会变化，净资产会变化，市场会变化。

现在，持有中海转债等于这样一个投资品：

- 股价表现最差，如果2015年9月，股价依然保持现在的情况，净资产也没有变化，触发回售，年化9%。
- 股价表现中等，如果正股有起色，避免了回售，但没有提前转股，到期自然赎回，年化5.745%。
- 股价表现很好，完成了提前转股，130元以上，按照130元计算，年化12.68%（130以上，暂不畅想）。

当然，如果中海转债最终价格在110元~130元之间，也能自然转股，年化在6%~10%左右。

这么一看，还是有点鸡肋，当然如果您满意这个收益率，或者看好3年多时间航运反转，还是津津有味的。

补充：

进入回售期后，上市公司保回售的动力大增，维持在101.6元的以上的可能性较大。但不排除出现下调转股价后，正股价在转股价下却不触发回售线，转债在101.6元以下的情况（概率相对较小但并不是没有）。

到期或到回售时亏损基本不可能，作为国企违约的可能性也极小。

波罗的海指数基本已经止跌回稳，暂未回到2500点收益均衡线，两年内未可预测，但确实向好。

中海转债可能长期横盘，安全足够，收益是否满意自择。

以上仅为预算，不为预测，更不为购买建议，敬请留意。

# 第55节 【独家】非此即彼：股市流行庸俗归纳学

此文有几个有趣的小故事和几个让预测者不太舒服的结论，但有益于股市延年益寿。

人类的归纳学很有意思，事后总结起来，头头是道，若合符节，但是事前运用，过于简单，可能会得出可笑的结论。比如，一个众所周知的笑话：

某实验科学家把跳蚤放在玻璃瓶里，然后大吼：“跳！跳！跳！”跳蚤跳得很高。于是，把跳蚤的腿切了，又吼：“跳！跳！跳！”跳蚤无动于衷，不跳了。于是，报告结论是跳蚤的听觉器官在腿上，切断双腿后明显失去听力.....

笑别人是很爽的，但在股市里，99%的人可能会是该实验科学家的同行，包括我们在内。

造成一个结果的原因可能有多种，乃至成千上万，这是每个人都知道的常识，但人类（同样包括我们）往往喜欢最简单的结论。为什么？因为我们喜欢确定性的东西，排斥和厌恶不确定性的东西；喜欢简单的东西，排斥和厌恶复杂的东西。

比如，某研究机构如果告诉投资者某个标的有X%的可能是X+1，有Y%的可能是X+2，有Z%的可能是X+3.....那么可能投资者会直接换一个机构交钱，该机构的领导也会直接开掉此研究员，虽然此人很有社会责任感。

又比如，某篇文章写到，在看本文以前请先确定您已经学会高等数学的XX模型，或者概略学基础，否则请先翻出大学课本，预习后再阅读。那么同样，此文章的阅读率可能寥寥无几，甚至根本上不了版面。

投资者喜欢简单的结论，比如买或者卖。阅读者喜欢简单的原因，比如金价上涨是因为中国大妈、股市下跌是因为美国大叔要退出QE.....

这些原因虽然不一定唯一，甚至不一定正确，但是喜闻乐见，容易理解，因而很容易传播。

传播是没有代价的，反而更吸引眼球；但以此来指导投资，早晚是一场灾难。因为投资者必须用自己的资产乃至人生承担错误的代价。

孙子曰：兵者，国之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。

小子续貂曰：投资者，家之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。

所以，我们在媒体上和股吧看到的很多“喜闻乐见”的结论和分析，其实只是吸引眼球的标题党或文字游戏而已。

比如，根据去年基金的排名来投资明年，根据去年债券的收益率和平均价格来投资明年，根据去年的大小盘收益率来决定明年的投资风格等。或者参加了一次现金选择权套利，成功了，以后所有的现金选择权就全部参加；反之，如果某次失败了，就所有的现金选择权全部不参加了。

同理，也可以延伸到打新股、ST重组套利、分级基金套利、封基套利、可转债转股套利、封转开、绕道基金套利等很多貌似低风险的投资上。一个产品的一次成功，可能是多种因素共振的结果，绝不是简单的非此即彼、因此即彼，更不能简单地“以后一概照此办理”。

是故，在攀钢钢钒上大快朵颐的，很可能在全柴动力上失足深渊；

在2011年杠杆纯债50%或翻番的，在2013年可能折半或者翻车；

在2012年年底年化6.5%的很多分级A产品可以无折价，在2013年年底可能年化10%以上依然无人问津；

……

世易时移，持有人预期、市场资金等情况只要一个变化了，结果就会大相径庭。

如果15个动物在不同方向上一一起用力拉车，驾车人看到的只是一个合力的结果。无论怎么鞭打眼前的牛，可能都无济于事。适当的时候，不妨下车走走、看看周围，或者干脆停下来给牛喂喂料，即使不能洞烛所有动物的用力方向，起码心态从容，不会妄动（比如一怒杀牛），兼有人道主义情怀。

再举一个很有意思的例子。

西方谚语说：车祸经常发生在家的附近。

统计结果是支持这个结论的。确实如此，根据美国公布的数据，有20%的车祸发生在车主半径12英里内。

原因是什么？

媒体的结论往往是：在家的附近车祸发生概率高，因此要特别小心。

有的媒体更“负责”一些：因为在家附近对交通情况熟悉，所以开车往往不太小心，容易出车祸；在远处开车，警惕性高，车祸概率低。

但实际上，社会学家会指出该统计结论一个明显的常识性漏洞：人们在家附近开车的概率本来就很大！（如果概率不大，那还叫做家吗？）

相对于在家附近驾车的大概率，20%的车祸发生率实在不能明确支持媒体喜闻乐见的简单结论。

在远古时期，人类对大自然充满了未知，因此也会产生很多有趣的简单归纳法，比如某天摸摸鼻子，就下雨了，以后遇到干旱的时候，摸鼻子会成为习惯，甚至会研究是从上往下摸还是循环往复摸，或者必须要和第一次摸在同样的时间、地点、穿同样的衣服等。

是不是很可笑？实际上现在这种迷信一样存在，比如，某些交易员遇到重大的操作需要戴口罩、穿某种颜色的袜子，或者乘坐什么颜色的计程车、从哪个方向进入办公室等，其实原因无所例外都是以前某次成功的交易带来的“迷信后遗症”。



如果您笑了，那么请问平时是否介意听到“熊”和“跌”？是否不喜欢用绿色喜用红色？如果没有，您可以继续开怀了。

在古代，人们对自然的认识假设是万亿分之一，因此充满了敬畏，但进而产生了停止探索、听之任之、自然而然的观念，再而禁锢思想（尤其是在四大古国后期），这当然是不可取的。

但工业革命和文艺复兴以来，西方科学积极探索宇宙和自然，获得了大量以前从未有的知识，这是值得肯定的。不过因此进而狂妄自大和生搬硬套，把对自然界的一切知识直接机械照搬到社会学领域，特别是投资上（比如统计学的引入等），会产生矫枉过正，甚至啼笑皆非的结果。毕竟，即使知识增长了10倍、100倍、1000倍，也不过是十亿、百亿、千亿分之一，还是沧海之一小粟、一大粟和一谷堆的区别，并没有发生质量的飞跃。何况领域不同，人类的大脑绝非机器的生产线，很有南橘北枳的可能。

但是，现在的趋势就是人类（尤其是西方科学）因为获得了几个世纪以来的巨大成功，开始膨胀，把适用于少数领域的“规律”强行推进到其他领域，引起了一连串的灾难性后果。

回到投资领域。庸俗归纳法或简单归纳法是现代快餐文明的一种变相表现，提倡快速了解或不求甚解，浅尝辄止，追求效率而不是正确程度。体现在机构身上就是大量杠杆、快速试错并改变看法；体现在媒体上就是但求找到一个答案，交作业即可，至于正确与否并不重要，因为阅读者会快速忘却。

庸俗归纳法或简单归纳法的恶果是什么？从下面这个试验就能看出来。

科学家把几只鹦鹉关在笼子里，然后没有规律地供应食物。可怕的是，鹦鹉开始像人类一样“归纳”起供食的规律：有的歪着脖子，有的金鸡独立，有的倒挂金钟。究其原因，是由于一两次供食时恰好该鹦鹉采用了当时的姿势，于是它就认为这是一种“正确的规律或信号”——就像人类求雨一样——一旦有两次以上恰好符合，就形成了一种根深蒂固的观念。实际上，实验人员完全是毫无任何规律随机供食的！

我们就是笼子中的鹦鹉，“市场先生”就是实验中的科学家。

所以，在“市场先生”长期无规律地“供食”后，市场上出现了千奇百怪的投资者和流派……

您是歪着脖子呢？还是金鸡独立？抑或倒挂金钟？

（安道全团队都做过，汗颜……）

回到可转债投资：

所以，如果有人问：“唐钢、新钢转债都到期赎回了，是不是所有的转债都会到期赎回？”

或者“巨轮2、国投、重工转债最高价都是140多元，所以以后的转债都只会最高140元了？”

或者“工行转债都折价转股那么多了，以后所有的转债都会折价转股了，上130元不是必然了吧？”

……

我们会觉得很难回答，不是答案难，是因为因果关系不对，不是正问。

A和B吃饱了，C就必须吃撑吗？

D家、E家结婚了，F家就应该放鞭炮请喜酒吗？

小G、小H、小I都上了男厕所，J小姐来了就一定只能上男厕所吗？

不要看现象，要看现象背后的本质。不但要看到共性，也要看到个性。有时候不用什么高深的理论，想想常识就知道了（人的性别似乎比问题本身更一目了然）。即使暂时看不懂，也不能一竿子打死一船人。

明白了这一点，见到有人说“A股无牛市”、“债市已经死亡”或“2014年必是大牛市”等预言，心跳无须加速，先冷眼看看拿着《如来神掌》、《九阳

神功》、《九阴真经》的人是谁（看看他们的逻辑和以前预言的一贯表现），然后再决定是否接受维护世界和平的重任，或者开始恐慌（或开始鸡血）。

印刷不重要，内容才重要；

现象不重要，逻辑才重要；

鬼吓人不可怕，自己吓自己最可怕。

牛车不走，应该打牛而不是打车。隐含前提是，先要懂车走的原理，多少要先会驾车。所以，投资不能偷懒，这真是一个令人沮丧的结论，但也是一个很值钱的结论。起码不会让你对垂头丧气的实验导师说：

“你真傻！跳蚤怎么会听见呢？你可以找个扩音器，或者找100个人大声喊，它才能听见跳起来！”

或者

“老师！您抓得是英国的跳蚤，它不懂中文，请用标准伦敦音大喊：Jump! Jump! Jump!”

重复：

孙子曰：兵者，国之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。

小子续貂曰：投资者，家之大事，死生之地，存亡之道，不可不察也。

## 第56节 风云涤荡走巨轮：巨轮转债2的投资之路——兼谈买在山腰下的不确定幸福

2013年12月22日巨轮转债2的漫漫征途，很适合在当下重温。

巨轮转债2，代码129031，上市时间为2011年7月19日，规模3.5亿，期限5年，利息分别为：第一年0.8%，第二年1.0%，第三年1.2%，第四年1.6%，第五年2.0%，到期赎回价105元（含最后1年利息）；2012年1月25日进入转股期，到期日为2016年7月19日，回售期为最后两个年度，也就是2014年7月19日到2016年7月19日，回售价103元；初始转股价8.05元（2012年8月1日起调整为5.47元）。

从条款上看，巨轮转债2条款一般；有回售，属于中小盘转债。按照安道全到期价值算法，其初始到期价值为： $105 + (0.8+1+1.2+1.6) \times 80\% = 108.68$ 元。

如图7-3所示为巨轮转债2的历史K线图。

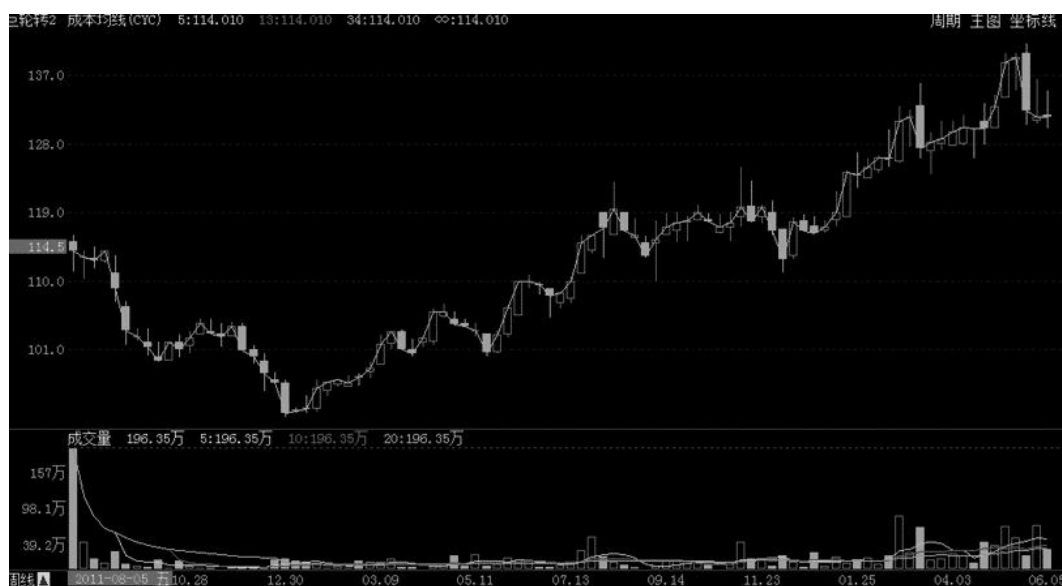


图7-3 巨轮转债2的历史K线图

由于是小盘转债，初始上市时高开不少，最高达114.5元。

按照常规的三条线设定法，巨轮转债2的安道全三条线分别为：

到期收益、回售价和面值分别为108.68元、103元和100元。

考虑到其刚刚上市，到期时间较长，而且离进入回售期较远（3年），没有开始转股等因素，将三条线稍微下调一点，下调到：108元、102.4元（税后回售）和99元。为什么调整得较少？因为考虑到该转债属于中小转债，弹性较好，而且所属的汽车行业当时受到政府扶持。

事后看，是不是调整得少了？对，如果能穿越回到当时，我们肯定会直接将三条线定为92.07元、92.07元和92.07元了（历史最低价）；甚至不用做转债，直接杠杆上期指数或分级B。

问题是没有如果，也没有穿越。

一直到2011年9月1日，巨轮转债还是在110元以上，所以也只能手挥五弦，目送归鸿了，没有下手的机会。

到了2011年9月，众所周知的930来袭了。原因是8月底时，300亿石化转债拟发行的消息令市场扩容压力陡增，风云变色。

2011年9月2日，收盘108.95元，最低107.25元；

2011年9月5日，收盘103.28元，最低103.25元。

按照纪律，当然是不亦乐乎按部就班地开始买入了（看，我们的水平不高），从107元买到103元，按照最高单只转债33%仓位，巨轮转债2的“三条线”按照3:4:3配置的原则，建仓线最高买到 $33\% \times 30\% = 9.9\%$ ，实际当时两天差不多已经4%了。

但石化转债2的暴风还是让我们感到恐惧了。300亿转债不可怕，可怕的是可以借新还旧，更可怕的是可怕本身。如果出门看到的机构都是面如土色，个人心情也不会好到哪里去。

开会。

结论是：巨轮转债2没问题，问题是石化转债2，问题是市场人气的恐慌。石化转债突然宣布拟发行300亿元可转债，是所有机构没有预料到的情况，从研报中可以统计出来。虽然具体实际发行时间并未公布，但市场普遍预期，作为共和国长子一旦预案公布，则通过的可能性很大；一旦证监会审核通过，则到实际发行仅需数月，将是史上第一家两只转债并存的发行人。

可笑的是，居然市场上有人认为是利好。比如，贴吧上有人说“其实，发石化转债2对现在买石化转债1的投资者是大利好”。

这篇帖子我们曾保留了很久，作为振振有词却驴唇不对马嘴的反面教材，也许我们有一天也会这么无知者无畏。

如果石化能发行转债2，那么中行、工行为什么不可以？如果都可以，那么所有的现存转债都可以，那么所有的现存转债都可能会沦为长期低息借款。

这种认识一旦成为共识，大转债被抛出几乎是必然的；大转债被抛出，小转债被波及也是肯定的。

覆巢之下，焉有完卵？

因此，开会的结论是尽快抛出大转债，同时把小转债的“三条线”下调。但是，稚嫩的我们还没有意识到风雨欲来后出现的会是哥斯拉，以为小转债还能稍微好一些，因此没有抛出好不容易在110元以下建仓的中小转债仓位，如海运、巨轮、中鼎转债。

所以经合议后，新巨轮转债2的三条线为102元、100元和95元，分别为税后回售价取整、面值和到期年化3%取整（近期在平安和民生上选的也是这个重仓线），看起来好像比较安全了。

看起来。

市场永远不在你的意料之内。

有意思的是，从2011年9月6日起，有很多进来“抄底”的。

9月6日，最低101.56元，收盘105元。

9月7日，收盘105元。

9月8日，收盘105元。

抄底小军团津津有味。

我们在2011年9月6日未能免俗，仍然在102元加仓线买了少许；想多买也没有，而且有仓位线的限制。

9月7日、8日毫无机会。有人犹豫是不是太谨慎了？错过反弹了？

老大的答复是：你确定反弹了，就重仓买指数；不敢重仓买，就按最差的处理！没有不假思索的行动，就不要在下面磨磨唧唧地嘀咕。投资不是事后“我早就说了”，而是当下敢不敢去做。如果确定是机会的话，谁还有时间在这里说废话、发牢骚？早冲出去借钱了……

指数从2011年9月9日开始，一路跌到2011年9月30日的99.51元。

中间还讨论过是否继续下调转股价，经测算当时95元为税后3%，93元为3.5%，90元是4.32%。根据以前的经验，一般不会再跌到这么低的价格。于是仍然把价格定在102元、100元和95元。

请注意我们这里的主观结论：我们认为不会跌到93元以下了；95元是我们满意的重仓线。（可笑吧）

市场似乎听懂了我们语言，在99.6元~103元之间缓慢震荡。由于满足加仓线和建仓线，我们的仓位也逐渐先满了建仓线：33%的30%，也就是9.9%；然后是加仓线：33%的40%，加仓13.2%到23.1%。

也有的同仁再次判断是底了，然后，重仓，满仓。

出于谨慎的原则，我们认为只要靴子不落地，就不能放松警惕。“三条线”，不调。

除非造成恐慌的根源石化转债2撤销或者发出，不做调整。

情况持续到2011年11月，仍然在100元~104元附近盘整。直到11月30日，开始了基本不回头的下跌，从104元~92.60元，到2011年12月30日时，最低见92.07元。

这期间我们做的事情是：1. 继续买入直到满仓；2. 开始筹集单只转债计划。除了巨轮转债2还有其他的转债。

到93元~94元的时候，已经100%满仓，锁仓了。有9.9%仓位的102元~107元的成本；有13.2%是99元附近的成本；有10%是94元附近的成本。市场见到92元的时候，自有资金已经没钱了；投顾的机构已经没胆了；只有新进的单只转债计划还能建仓，请注意，那些年的回购平均利率仍是3%~4%，年化5%以上的转债大概只有始作俑者的石化转债。

接下来就简单了。

2012年1月，升到94元，又跌到93元，又升到95.97元；

锁仓的继续锁仓；新来的单只转债资金继续买入到重仓。同时，看其他做波段的人进进出出。

2012年2月~3月，最高103.65元，最低94.81元。

锁仓的继续锁仓；新来的单只转债资金继续买入到满仓。同时，看其他做波段的人进进出出。

2012年5月，最高106.5元，最低100.03元。

锁仓的继续锁仓；新来的单只转债资金继续买入。同时，看其他做波段的人进进出出。



市场逐渐稳定，三条线上调到103元、100元和98元左右。

2012年6月，最高110.X元，最低105.X元。

锁仓的继续锁仓；新来的单只转债继续买入。同时，看其他做波段的人进进出出，在105元~110元之间兑现的人非常多。

市场逐渐稳定，三条线上调到108元、103元和100元（大概值，大约是到期、回售和面值）。

2012年7月~8月，最高123元，最低106.X元。

锁仓的继续锁仓；新来的单只转债继续买入（已经只在建仓线内了，速度放缓，但依然慢慢满仓，请注意单只计划和自有资金的投资是不一样的，倾向于安全长持法，不能拖延很长时间）。同时，看其他做波段的人进进出出，在110元以上兑现的人更多，当时在120元、123元兑现的人是神仙级偶像。

市场逐渐稳定，三条线基本不变，上调到108元、100元已经是极限了，就像一个中小盘转债到年化4%~5%也是当时的极限一样。（后来为了照顾某些单只转债客户，特别放宽到110元，有协议，同时是特例。）

2012年9月~12月，最高125元，最低110元左右。已经溢出“面值-高价折扣法”伏击范围了。

锁仓的继续锁仓；单只转债锁仓。手挥五弦，目送归鸿。

同时，看其他做波段的人进进出出，在110元以上兑现的人更多，在120元、125元兑现的都是大神。

2013年1月~2月，最高131元（瞬间），最低116元。已经溢出“面值-高价折扣法”买入范围了。

锁仓的继续锁仓；单只转债锁仓。手挥钥匙，目送巨轮。

同时，看其他做波段的人进进出出，在期间兑现的人更多了，在131元瞬间卖出的被封神。

2013年3月，最高135.92元，最低124元。已经进入“面值-高价折扣法”卖出范围了。

从130元以上跌破130元时，可以选择兑现1/4~1/2，不再进行买入。虽然概率仍然有，但不是确定性收益了，不符合“面值-高价折扣法”。单只转债可自选兑付价格和比例。

同时，看其他做波段的人进进出出，上下电梯的和上错电梯的都很多，很热闹，也很激动。但总收益有30%~40%吗？怀疑。

2013年4月，最高132.98元，两次上131.9元，最低126元。已经进入“面值-高价折扣法”卖出范围了。

从13X以上跌破130时，可以继续选择兑现1/4~1/2。同样不再买入。概率虽有，但时间和保底确定，不符合面值-高价折扣法。单只转债继续可自选兑付价格和比例。

同时，看其他做波段的人进进出出，上下电梯的和上错电梯的都很多，很热闹，也很激动。但总收益有30%~40%吗？怀疑。简单的人真幸福啊。

2013年5月~6月，最高141.18元，最低129.99元。完全在面值-高价折扣法卖出范围。

期间宣布强赎了。从最高价141元-10元=131元以上兑现剩余全部（强赎公告日价格135元左右）。单只转债全部兑现。

同时，看其他做波段的人还在进进出出，有上对花轿的鲜花，也有上错床的耳光和泪水，收益率大约是5%左右吧，很少的人会获奖，因此特别激动。但面值-高价折扣法长期100%中奖，总收益30%~50%，反而没什么人关注。也是，普奖哪有抽奖激动人心呢？1天撞在树上的兔子，比辛劳两年的粮食口感香啊。

巨轮转债2，2011年7月19日登台献艺，2013年6月5日息影谢客，艺龄不足两年，最低价92.X元，最高价141.X元，最高差价53%以上。

巨轮转债2单只转债计划（公开募集部分）收益率列表，如表7-10所示。（该计划我们也在尝试期，稚嫩之处难免，所幸转债有保底，不负所托。）

表7-10 巨轮转债2单只转债计划（公开募集部分）收益率列表

项 目	巨轮2-1期	巨轮2-2期	巨轮2-3期
时间	2011-12	2012-3	2012-7
结束时间	2013-5-31	2013-5-31	2013-5-31
天	539	448	322
年	1.48	1.23	0.88
收益率年化	23.09%	33.86%	34.41%

限于时间久远，资料遗失等因素，以上所述难免有讹误，请见谅。

之所以如此啰嗦罗列，是请投资人以事实为依据，以历史为镜子，看到可转债投资，特别是安道全团队和“面值-高价折扣法”的特性，及其能做的和不能做的地方。

- “面值-高价折扣法”不能预测市场，特别是长期准确地预测市场。失望吧？但是，好消息是即使投资者不能预测市场，依然可以获得安全保底的中等以上收益；也就是二师兄的脑子，也能享受大师兄的待遇（非大闹天空阶段，为取经后的评级）。
- 看得到的风险，还是要回避，比如石化转债2，比如每年年底的信贷荒；不能长期准确的预测，并不代表视而不见、听而不闻，关闭耳朵和眼睛的功能。
- “三条线”有90%的时间不用调，但10%的时候，见到冰山也要懂得弃船。不过，三条线的调整要有节操：上，最好不要超过到期收益价值，或110元以上；下，大转债在当下最低可以设定在6%左右，小转债最低可以设置到3%左右，仅供参考。
- 纪律设定了就要遵守。上限110元，不能见到了“蜘蛛精”就放宽到120元，见到了“嫦娥MM”就放到了月球上；下限3%或6%，不能叶公好

龙，真见了龙就变怂，放低放低再放低，等待等待再等待，等年化8%、10%、12%，那得多大的利空才能到那样的程度？难道碗里的鱼，一定要到马里亚纳海沟里捞才行吗？即使不敢重仓，至少也应该建仓和加仓。

- 买到底部是永远不可能的，重仓在地板上更是神话。买在山腰下，已经成长在红旗中了；承认自己是一个人，可能会沮丧一时，但比自居为神可能余生更幸福。
- 买在山腰下是幸福的。在120元、130元买入卖出的，成功和失败的可能性一半一半，长期下来贡献佣金的可能性大，实际收入有限。山间的猴子在树上树下跳来跳去，身手敏捷，令人欣赏；一个普通人凌晨挑着担子出发，80%的时间在黑暗中，海拔也低于猴子的高度，但只要坚持走到天明，走到山顶，海拔高于猴子的可能性几乎是100%。猴子，永远只会在山间玩耍；人，才会在绝顶看日出。投资者在进入市场前，先要明白自己是想在股市里终生看精彩的赌博和3分钟逃生魔术呢？还是成为个人财产的真正增值者？买在山腰下是幸福的，不要在股吧里成为神，只需在山路上成为人。
- 以上的很多操作，在某个时点安道全团队的做法是没有效率的，甚至是错误的、相反的，但整体到期收益，不一定比当时效率最高的做法低；原因是：1. 确定性高，基本杜绝了亏损；2. 确定性高，所以敢重仓，所以敢持有到烟花盛开，所以时间成本当时貌似不佳，实际整体收益率可观。
- 以上的很多操作，尤其是主动性操作（比如上调、下调“三条线”），在某个时点安道全做对了的，很有可能是偶然和幸运的，不足取法；但做错了的，只要是主动的、不符合“面值-高价折扣法”和“三条线的”，都足以为戒。
- 以上的很多操作，即使没有主动性操作（比如上调、下调“三条线”），只要符合“面值-高价折扣法”，长期下来的收益率不会比有主观修正的少，相反有可能更佳，但其省心之处何止90%！建议相信和优化纪律，淡化人的主观意志（尤其是安道全团队）。
- “面值-高价折扣法”和“三条线”，带来的不是超越市场的收益，也不是

超越别人的快感，而是超越自己内心后理所应当获得的奖励。无须问天问地问市场，只需问心问律问自己。“同于道者，道亦乐得之；同于德者，德亦乐得之；同于失者，失亦乐得之。”同理，同于律者，律亦乐得之；同于浪者，浪亦乐吞之。“信不足焉，有不信焉。”连自己的武器都不信任，虽青龙在手、赤兔我有，又能如何？奉先，孟德喊你到白门楼领绸缎……

## 第57节 用可转债来抄底：似是而非的概念

经常会在转债投资者讨论中，甚至在机构的研究报告中，看到“用可转债来抄底”的提法，窃以为这对记者而言可能是个不错的标题党作文，但对真正的投资来说可能是个危险的“伪命题”。

首先，既然是“抄底”，隐含的前提就是“已经确认到底”，或者“确信已经到了底部”。

既然已经确认，显然可转债并不是抄底利器，而是更为凌厉的期指、分级B等杠杆产品，甚至某些指数基金。可转债往往有滞后性，而且大多具有溢价，有些还不低，因此具有抗涨又抗跌的特质。既然抗涨，或者滞后涨，显然用来抄底不是最佳武器。

当然，有人会说大转债溢价低，甚至有折价。是的，即使如此，大转债也没有期指和分级B的杠杆威力强大。而且，大转债往往跌破净资产，没有回售条款，下调转股价动力和条件不足，上涨幅度基本上和正股没有什么太大区别。好处是到期保底，也可以T+0，但显然前者根本不是抄底者所考虑的（没有谁会持有到期），后者倒是抄底者喜闻乐见的。于是，不经意间，抄底者袍子下隐藏的“短线投机”四个字依稀可见了。

其次，抄底派的常用理论接下来就是“市场反转了，可以获得超额收益；即使继续跌，也能保底……”。

这已经再次默认所谓抄底不是确定性的了，明显只是一次投机而已。

问题是这个模棱两可的理论也是似是而非的。

“如果市场反转了”，以目前的可转债溢价率情况，顶多是大转债获得相当于正股的收益，中小转债获得滞后于正股涨幅的收益（因为有较高溢价）。而且由于转债可以T+0，所以神经过敏的投机者往往有做飞了的可能

性。所谓反弹没有标准，也没有明确的卖出线（不像高价折扣法），提前出局的可能性极大。

“即使继续跌，也能保底……”，这个就更有欺骗性了。所谓保底，基本上指的是到期保底（或回售保底），可转债往往有3年、5年的到期时间，做抄底的人谁又能真想要持有如此长呢？即使是两年多到期的工行、中行转债，甚至不到1年的博汇转债，恐怕投机的资金也未必有如此耐心。这更像是小偷被抓住暴打前，“开心地”想：“幸亏出门前上了保险”。职业，不是用来挨打的；投资，不是用来冒险的。挨打后获得些许的医疗补偿，肯定不是“时迁们”的职业规划，但是，“冒险后割的肉不太多”，往往却是投机者的非处方安慰剂。

何况更不幸的是，当前情况下的很多大转债其实并没有什么太大的“保底”，尤其是中短期。

以民生、平安这样的转债论，时间长达五六年，根本没有回售，即使股价远远跌破转股价，作为大股东肯定也是想现转股价转股，等等看再说，也许三五年会自然上涨回来，省得下调转股价，白白便宜了“债主”。

120元~130元的转债，同样也很难说有保底，跌10%~20%理论上依然是存在的。

中行、工行和石化转债，甚至南山转债，已经跌破净资产，主动下调已经是不可能的了。

像中海、深机、歌华这样的转债呢？要到2015年才到回售期，所以同样“别人杀猪，本人不痛”，一切等到2015年回售期再说，看看虚高到离谱的转股价，以及矗立的时间之久，就可以心照不宣了。

类似的，或相近的，排名不分先后，到会嘉宾还有（请用追悼会的声调和频率低诵）：徐工、隧道、华天……

因此，所谓的真正“近期有保底”的，只有那些有回售条款、又在回售期

内同时有下调转股价空间的中小转债（部分质地优秀的中高价转债勉强也算吧）。多乎哉？不多也。

所以，同学，暗恋女同学不是一件坏事，但私奔之前至少应该看一次以上的卸妆素颜。“股市有悍熊，人间有恐龙”，投资或投身都需要谨慎。（本段文字没有性别歧视，女士也应该对“青蛙”或其近亲品种抱有一定的研究态度，特别是酒后、开房后或者非常事件后。）

说到这里，“如果市场反转了，可以获得超额收益；即使继续跌，也能保底……”的粉底和PS图层簌簌落下，妆容下逐渐显露的其实还是投机者首鼠两端的眼神和“芙蓉姐”自我催眠的芳容。

最后，听其言还要观其行。记者往往交稿后，一分钱不会照此操作，直接找主编领奖金去了。而很多信誓旦旦的“以转债抄底者”，可能若干年后会不经意间惋惜地说：“可惜当年只买了**50**张啊”，或者“幸亏当年只买了**50**张啊”……

真正的抄底，要么就不做，要么就重仓（绝对非秒重，更不是日满）；50张、100张的抄底，不过是炒菜，闻一下油烟味，刷一下存在感，签到而已。

真正的资产管理者，或者纯粹的价值投资者，不只High几分钟的事情，而是寻找可长期、稳定、持续的正收益机会，越大越好、越确定越好，后者比前者更重要。

因此重申一下安道全的观点（个体浅见，谨供参考）：

不值得重仓的机会就不是真正的机会，它们不会真正显著改善整个资产的收益率。100张转债即使翻番，其收益对于一个100万的资产不过是增加了1%，何况还有亏损的可能；而一个确定性极高的投资，持有人可以投入重仓，即使30%的资产上涨了50%，整个资产的增加将是15%，而亏损的可能性极低。



反过来说，一个有可能上涨20%，也可能亏损10%的投资标的，持有人也不敢或不应该重仓；一个到期100%不亏损，上涨30%的可能有50%的标的，持有人才可能敢于重仓。

正言若反，如合符节。

总之，遇到“如果怎么样，可能怎么样”或者“假设XXX，一定YYY”等句式，在高兴几秒钟之后，一定要仔细甄别其前后逻辑，收益尤其可以放一放，风险一定“女士优先”。市场不相信“如果”和“假设”，抄底之前，“底”是如何确定的至关重要。连美国总统、美联储主席和股神巴菲特都确定不了的事情，99%的投资者和记者能拿到“上岗资格证”的可能性不大，这是上帝、市场先生和骗子的非卖品，请自查：您是上述三位的A还是B还是C？还是多选？

安道全的选择是白卷，或者D：以上均不是。

可能会今晚吃到蚊子肉，也可能今晚遇到老虎的事情，一个真正怀拥素颜老婆、膝爬“爸爸去哪儿”，有事业、有理想的四有老年、中年、青年，是不会乐此不疲的。速度可以不是闪电侠，但寿命可以是忍者神龟。

共勉。

## 第58节 新钢不是无情物，当年亦是海上花：转债到期时间长短、优劣辩

股市流行简单归纳学。

所谓简单归纳学，就是以前面一两个投资品的发展路径，直接去推测下一个投资品的结果。

比如，上次转债打新成功了，下次不加思索地再打，反之则裹足不前。

上次追涨停成功了，再次遇到后不加分辨地闯入，反之则宁死不往。

上次美丰转债最高188元，下次巨轮2、国投、重工等最高14X元都觉得“没有完成任务”，“那下下次博汇起码一定要到140元吧？实在不行130元我也忍了”……反之，再往前推，同样一个投资者，上上次唐钢以112元到期赎回收尾，因此在110元以上就开始卖，到130元以前完全出清转债，这个名单包括美丰、巨轮、中鼎、国投、川投、海直等。

股市不是简单的复制和黏贴，如果这样认识您生活和战斗的地方，实在是小看了市场先生的“上帝之手”。人生也如是，即使“霆锋”和“柏芝”离婚了，我们还得坚信爱情。

回到本题。

自从新钢、唐钢以自然生命寿终正寝以来，不断有人问：

“是不是所有的转债都会到期赎回？”或者，“是不是“面值-高价折扣法”对新钢转债这样的不起作用？”等。

前一个问题，在新钢、唐钢转债结束以后，确实费尽唇舌解释多次，比如转债基本要素是不是还存在？大股东的意愿和利益是否改变？在统计学上仍然是绝大概率问题等，但效果一般：不怀疑的不会问，怀疑的还是半信半疑。

直到2013年下半年，问得少了。

反过来一问，原来是参加了或看到了美丰、巨轮2、国投、中鼎、重工、海直、川投转债等的现身说法，在烟花下改变了看法，不管懂不懂，反正先信了。

所以简单归纳法也有这样的好处！

简单不一定成功，但一定很幸福！

起码作为我们，就幸福地轻松了几天，然后.....依然沉重如故，轮回早晚会回来的.....果然，后来就是问“是不是以后所有的转债都会像工行转债一样用折价促转股”了.....

对于后一个问题，“是不是‘面值-高价折扣法’对新钢转债这样的不起作用？”可以请新钢转债自己来回答。

我们特地从某个地方把“过世”的新钢转债请回来，胆小的请让一让。

放心，没有“贞子”，只有历史，历史数据，如图7-4所示。

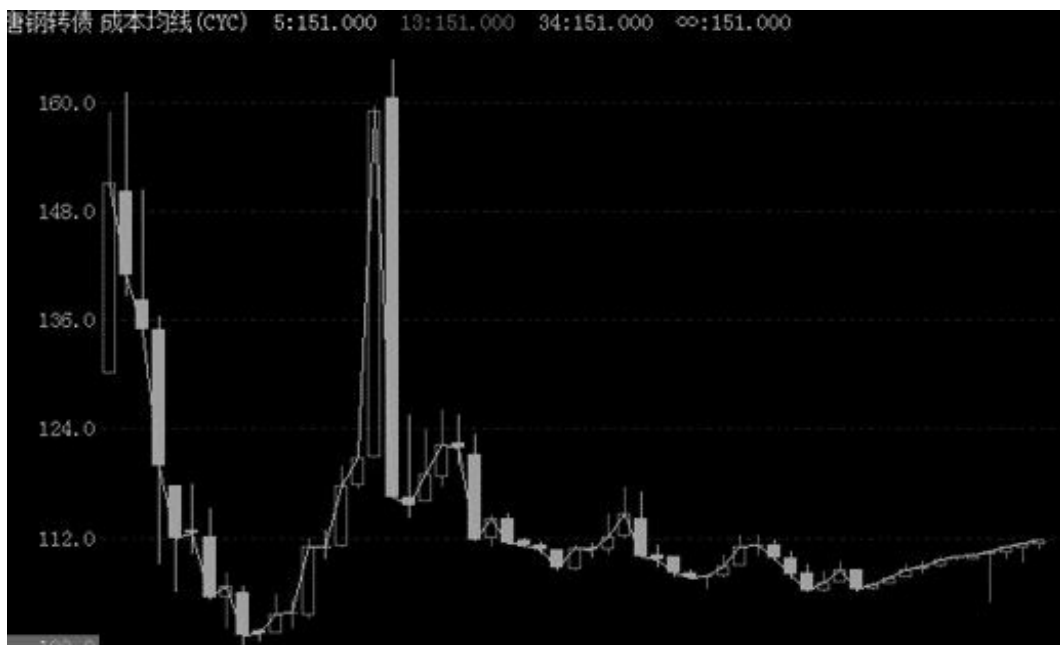


图7-4 新钢转债数据

从最后几年“面值-高价折扣法”持有新钢转债的人，确实没有赚到钱，

但也没有真正亏损，肯定是在107元、104元以下买入的，到期107元+利息，无功无过，无惊无喜。

但对于从开始就投资新钢转债的来说，新钢转债有辉煌的战绩——最高170元！最极端的低价是89元，最高差价近90%多，以“面值-高价折扣法”的实际操作方式而言，从100元附近开始买（刚刚上市的建仓价不会在107元，因为到期时间长，年化太低），到90元附近重仓，则平均价格在95元~98元之间，在170元-10元=160元卖出，基本上60%的收益是有的，50%的收益也是大概率。

平均下来，如果从头到尾持有新钢转债，5年下来，差不多可以拿到50%~70%的收益（含中间的利息），年化10%~14%左右，差强人意。

其中，新钢转债在跌下170元以后，还有一次从106元~122元的涨幅，不过这个按照纯粹的“面值-高价折扣法”是应该无动于衷的，我们是这样做的；如果有人做成功了，“恭喜祝福+羡慕嫉妒”，不加恨，但不会效仿。能在122元走的人，那么在170元、160元、150元走成功的概率比较低。

同样的情况，在唐钢转债上也类似。如图7-5所示。

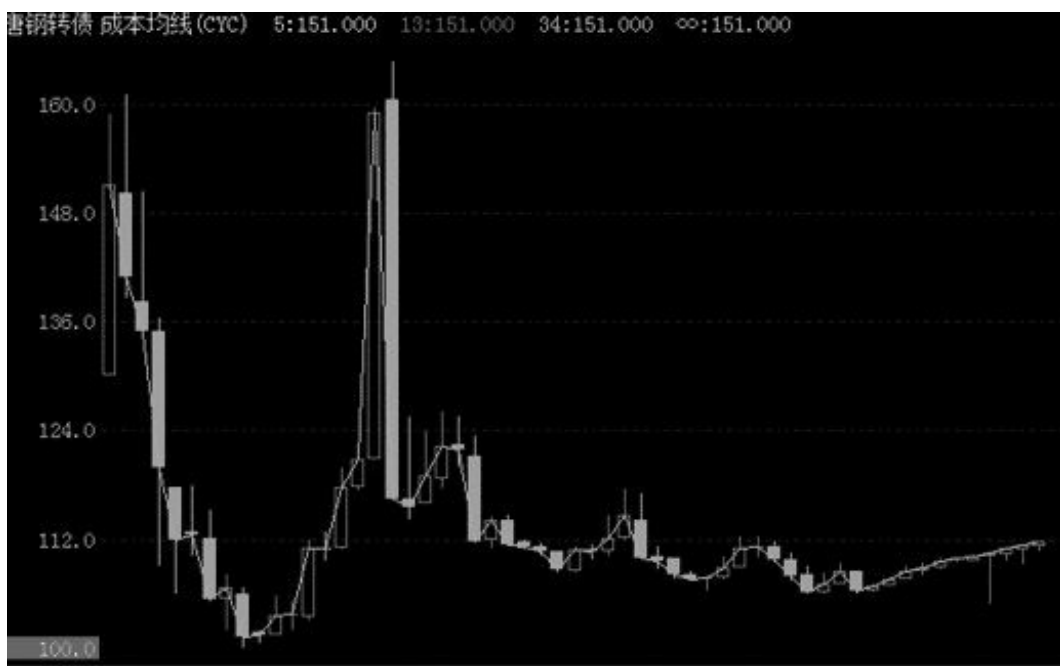


图7-5 唐钢转债

两者既是同行业的难兄难弟，自然“心电图”也如影随形。上面对新钢转

的分析，对于唐钢转债也基本适用之。

转债最后一年值不值得持有？

一般来说，答案是“不太”值得持有，因为确定性已经不是那么高，而留有的时间余地也不是那么充裕，尤其是当业绩不振、行业不景气、PB远低于1，以及公司对还钱不那么迫切的时候。

该问题可延伸为转债的到期时间长短优劣之辩。

从根本上讲，“面值-高价折扣法”的精髓在于，寻找一个保本的大概率必胜“赌局”：

“某个转债，在长达五六年的存续期内，上涨到转股价130%以上一次或几次的概率。”

应该说如果泛泛而论，这个赌局的胜率绝对是蛮大的。但具体到个股身上，就不一定。

首先是快到期转债，上边的条件已经悄然变成了：

“某个转债，在1年左右的存续期内，上涨到转股价130%以上一次或几次的概率。”

显然，在五六年内发生一次的概率，要远远大于1年内发生的概率；而且一个转债已经存续了四五年，居然还没有完成提前转股，本身就说明股性和波动性不是很强，必然质地上有一些问题。

其次，就是我们一贯喋喋不休的大转债。

大转债尤其是没有成长性的工行转债、中行转债和石化转债，其波动性很小，三五年在上下20%内波动的情况确实存在，即使考虑分红下调转股价的情况，突破30%的涨幅也不是必然的。

最令人担心的是没有回售，下调转股价也不积极（有的是低于净资产而

不能，有的是完全没必要），虽然价格往往也跌不下去，但涨起来确实比小转债难。而且中行转债、工行转债很有可能在两年后将价格自然稳定在转股价的110%~129%，不到130%，但依然可以逼迫持有人转股：不转股，到期一百零几元赎回；转股，差不多相当于以110元~129元的转债价格套现（可能还要折价，因股本增多了），但总比一百零几元高。

最后，就是那些毫无进取心和爆发题材的所谓“垃圾转债”。

以前的三大垃圾转债是中海转债、歌华转债和深机转债。

从数据上看，其共同特点是，到期时间长、到回售时间长（无动力下调转股价）、转股价非常高、溢价率非常高、股价长期萎靡等。

从正股上看，就是业绩不振而且暂时没有好转的迹象、没有题材、股性较差、波动不大的绩差股或周期性不景气股。

再简而言之，就是相对来说：

“某个转债，在长达五六年的存续期内，上涨到转股价130%以上一次或几次的概率不太大。”

市场是聪明的，既然不太大，给出的价格就很低，以上3个转债就长期在90多元徘徊，很能说明问题。

当然，事物的发展是动态变化的。以中海转债为例，以前曾88元，虽然很便宜，但存续时间长达5年多，年化不过3%~4%，离回售时间也长达三年，BDI指数只跌不升；现在虽然91元多，但到期时间已经缩短到3.6年，年化一度高于5%，离回售时间不到两年，隐含回售率6%~7%，BDI指数已经从最低的900点多到2200多点。因此，不能以老眼光看扁一只转债一辈子，辩证法还是要在其闪耀一下人性光辉的。假设有一天，中海转债的价格可以到年化6%~8%，剩余时间不过两三年，BDI指数稳定或劲升，垃圾里也能生产出保底的金银首饰。

同样，歌华转债和深机转债也有一些变化，比如歌华转债PB大于1，有

下调空间（虽然短期没有意愿），有“宽带中国”和“三网合一”题材；深机转债原来的PB远远低于1，现在也基本回升到1，而且T3航站楼提供了一些题材。但，“向好”不是马上变好，仍然需要观察是否真正从量变到质变的微妙转折（起码目前没有）。

再比如博汇转债，也是还有一年就到期了，是否一定会像新钢、唐钢转债一样的结局呢？

只能说概率比较大，但毕竟三者还是有区别的。唐钢转债是国企不缺钱，也想用资产注入圈大钱，新钢转债是国资委不让操作，而作为民企的博汇转债就自由度大得多，对资金的渴求也大些。博汇转债的好处是每股净资产6.12元，每股未分配利润和每股资本公积金2.3元多，不是前两者能比的。如果善用人民币升值、土地流转、政策改革等一些东风，搏一搏的机会要比唐钢转债、新钢转债显然要大一些。尽管如此，最后一年毕竟是“背水一战”，前有需要拉升股价50%多的高崖峭壁，后有无数套利大军的虎视眈眈，其确定性和上涨容易度远远不如还有几年时间那么充裕和从容。提前转股最好是“攻其不备、出其不意”，才能兵不血刃解决问题；现在全世界都知道大股东要干什么，已经不是盲点了，而是“大盗基德”的公开盗窃表演了，难度可想而知。前者，如美丰、海直（虽然未成功，甚至不是主动的，但已经完成一半）；后者，如重工、川投，无不说明“兵贵神速”和“悄悄进村、打枪不要”的好处。

总而言之，只能说可转债到期时间越长，出现质变和正向黑天鹅的可能性越大；时间越短，则概率越小（时间的发酵作用）。但必须同时考量可转债正股的爆发可能性。一个二师兄转债，可能过了100年还是喜欢窝在高老庄圈里；一个大师兄转债，在五行山下压了五百年，穿上小短裙马上就能上天入地。

因此，不要问长短，也不要问优劣，只要自己不时地重新审视一下：

“某个转债，在剩余时间的存续期内，上涨到转股价130%以上一次或几次的概率有多大？能有多高？”

答案就呼之欲出了



## 第59节 10分钟选转债：简单的10分钟和不简单的10年

随着可转债关注者日众，喜欢“简单粗暴式”投资法的投资者增多。很多读者总是问：“什么转债能当下买了就赚钱？”或者“我听不懂那么多术语和分析，你告诉我买什么就行了。”甚至连机构投资者也有这样的要求：“给您10分钟，告诉我你投资可转债的理念；再给您10分钟，请告诉我现在可以买什么就行。”

每当遇到这样的问题，我们总是会告诉他一个好消息，然后再告诉他一个坏消息；当然，信不信由他自己。

首先，好消息是：确实可以只用**10分钟**，就能选出什么可转债可以当下投资。

其实很简单，按照“面值-高价折扣法”，首先，在120元以上或者建仓线以外的转债都不能买。再胆小一些，110元以上的转债不要买（尤其是散户）。

这样一来，统共23只可交易转债（此时，平安没上市，双良停止交易），一下子7只暂时“被剥夺政治权利”，只剩下16只。

补充：以上仅就“面值-高价折扣法”而言，高价转债不是没有博弈价值和套利价值，但就安全性、保底性和确定性来说，不可同面值附近转债相比。

其次，没有回售的大转债尽量避免。为什么？没有回售，主动下调转股价动力就不足；再加上大转债往往盘子太大，波动性很小，上涨30%的动力往往不足；即使中行、工行、石化真涨了30%，以中国股市的特性，可能

中小盘转债涨得更多。因此，大盘转债机构不得不配，散户可以不配，即使配置，最好也要选股性强的，波动大的，比如民生转债甚至未来的平安转债。

因此，摒除中行、工行、石化转债这3只，暂时保留民生这个有成长性的大转债，又剩下13只。重工接近属于大转债，但前面已经去掉了；国电市值400多亿元，算是中盘的吧！

补充：大转债也不是没有价值的。1. 如果能预见到大盘股行情来了，做波段很棒，尤其是高质押率和流动性，很适合做杠杆，前提是必须预测方向正确！2. 大转债如果被打到了年化5%~6%，甚至更高，应该是绝好标的，违约可能极小，等同纯债收益还有一个期权附送，何乐而不收？价值恢复往往中期可盼。

再次，去掉存量太少的转债。存量低于**3000**万元或**5000**万元，往往会被停止交易，而且大股东往往也没有主动转股的动力。前者如双良转债，后者如燕京转债。

去掉一个燕京转债，剩下12只转债。

补充：僵尸债也不是没有春天。燕京大股东没有动力，但牛市来时一样能送到巅峰。如果您看好燕京能在两年上涨30%以上，100元略高的燕京转债还是有价值的。

再后，刚上市的，没有到转股期的，除非特别看好，同时到期收益率在**3%**甚至**5%**以上的，暂时不妨等一等。原因：一是没到转股期的往往业绩释放动力不足（再好也不能转股），而且往往利好都在发行前体现了；二是大股东或机构往往手里攥有大把申购、配售的转债，套现的

动力很足，往往会趁机抛货。

当然，这也是泛泛而谈，到了牛市直上130元的大有债在，但现在显然不是；此外，质地很好的转债，比如同仁堂转债、东华转债，如果有面值的价格当然可以买，但机会很渺茫。

如此一来，徐工转债和隧道转债都可以等一等、看一看，即使看好，可以建仓，也不适合立即重仓；这样就剩下10只了。

再再后，看看那些溢价率高得离谱、转股价高得离谱的转债，要是**PB**远远低于**1**就更危险，比如歌华和中海（以前还包括深机）。他们都是转股价虚高而不下调，偏偏离回售期还远（2015年），上市公司不下调而硬挺着，投资者也没有办法。这样的公司，往往是死猪不怕开水烫，或者纯粹等待市场的东风来解放自己。这样的转债，不一定没有价值，但未见东风第一枝头春意闹的时候，不可全抛一片心。

对付他们的办法：一是看有没有好的保底年化收益率，比如中海，虽然很差，但年化在4%~5%时不妨持有些，年化6%时必须持有些，假设到了8%那就闭眼买吧，和纯债没有什么区别了。二是看有没有题材触发的可能。比如歌华，假设广电重组真的启动了，它也不能无动于衷；或者快到回售期了，还是这个价格，隐含收益率都7%~9%了，那么完全可以当纯债买。

在以上条件没有触发前，还是等一等、看一看比较好。

还剩下8只。

最后，粗略估一下，您觉得在剩余的到期时间内，无论是**3**年还是**5**年的，期间正股上涨**30%**概率不大的，都可以排除。比如深圳机场，如果没有T3启动，基本每年的客流上涨10%左右，增幅不大，很难想象能上涨30%。因此不妨也放一放，等待更好的年化保底保险垫，或者催化剂。隧道转债，暂时爆发性和成长性很难确定；国电转债，在煤炭企稳上涨和电价下调的背景下，似乎大幅上涨的可能性不大；恒丰、博汇转债两个纸业股，都有点欠缺爆发性（不是没有），博汇转债快到期了，倒是很有保底博弈价

值。

去掉深机、恒丰、博汇、国电， $8-4=4$ 。这样算下来，能算上的可长线投资标的只有海运、泰尔、南山、民生4只了，多乎哉？不多也。

何况即使这4只，也不是十全十美的，且到达重仓线的1只没有，加仓线的有3只。

比如，南山转债有一定的政策风险，而且转股价低于净资产，是一只地雷转债。

附：中海、歌华、恒丰、博汇、国电、海直、东华、徐工甚至银行石化转债等，不是没有价值，而是在当前价格、当前市场条件下，吸引力各有欠奉而已。没有一成不变的价值，只看满不满足“三条线”的性价比标准。

因此，10分钟一梳理，23只当前可交易转债基本只能留下4只适合当下操作的，剩下三五只转债可备选或观察（中海、歌华、恒丰、博汇、国电、徐工），是不是够简单？

好消息说完了，接着说坏消息。

以上这些标的，唾手可得，触目可见，非常easy!

坏就坏在easy。

由于容易得来，基本上这些东西都是我们的，不是您的。

当然，如果您通过自己的独立思考和研究，得出相同甚至不同的结论，您也是属于大“我们”中的一员，小“我们”感到荣幸之至。

而只是听得热闹或不亦乐乎的，相信很有可能会和我们一样买入这些标

的，但99%的可能是在中途下车。不用20%的波动，上下波动一个5%就够了。

何以如此？

听是听，信是信，做是做。

听者闻声，左耳入之，右耳出之。

信者入心，顺时如此，逆时亦如此。

入心不是盲目相信某人、某“小团伙”，而是彻底理解了可转债的特性和“面值-高价折扣法”的精髓。

所以，我们可以很简单地用10分钟阐明可转债是什么，也能在10分钟内找出2只、4只、10只不同目标人群可投资的可转债来，但这些是用5年、10年的时间慢慢累积的（不只是可转债，包括证券和人生体会）；我们可以暂时为您“解惑”，但100%不能拿走您心头的恐惧和贪婪。（非不敬语，我们也有这些情绪。）

听者可以瞬间拿走树上的果实，但遇到波动的时候，该跑的还是要跑，该恐慌和贪婪的时候一个个心跳和表情都不会少。就像森林中的猴子，吃再多的桃子也不能长出小桃子；而桃树无论被摘走多少桃子，春天来的时候依然会“绿树成荫子满枝”。消费者，就是消费者；生产者，就是生产者。

因此，诚心希望有缘路过的读者和客户，放弃一点浮躁和匆忙，有时间沉静下来细品一下可转债和“面值-高价折扣法”，相信对于大多数投资者都是裨益良多的，即使将来您不以投资可转债为生。

得鱼忘筌，得意忘言，抢鱼筌不如品鱼经。衷心希望读者朋友们能真正读完本书而扔了它，真正理解“面值-高价折扣法”而忘记它，与安道全团队一段同行后而超越它，真正形成属于自己的一套低风险投资理念（真正成功、有效的话，高风险也未尝不可）。等到新一轮牛市到来时，百舸争流，千帆竞发，无边春色来天地，收获就好了，相忘于江湖就好了，只要“千山

又是桃花眼”，何妨“不识刘郎是刘郎”。

# 第60节 三言两语“戏评”25只可转债

有喜欢复杂的，就有喜欢简单的，既然一再有人要，就给刚来的新人一点小特权，“简单粗暴”地给您介绍一下市场上的这些可转债吧，没有数字、没有财务报表，也没有晦涩的术语，一目了然，只有个概念而已，如表7-11所示。其中一些基本态度，属于“面值-高价折扣法”标准，不尽适合于博弈和套利投资者，请注意。

表7-11 三言两语点评25只可转债

转 债	三言两语点评
南山	是货真价实的土豪。目前是条咸鱼，很想跳龙门，但姿势全无
中海	如果年化到6%，那么坚决“国企我们做朋友吧”，如果年化不到那么高可以当小债主。衰了三五年了，隐隐听到解放军的军号声
博汇	年化4.41%保底，有大量未分红现金的民企，“爸爸和儿子”正在商量是给债主4.41%、7%还是27%的利息。您觉得呢
深机	深圳机场3年上涨30%的原因您给想一个就行了。有，就买；没有，就转机
石化	石化一直觉得自己很便宜。石化2右腿和石化1的左腿生在一个身体上，就算把一个锯短了，另一个也不能长出多少来。左右互搏，自相残杀，周伯通会用自己的左手缠上右手吗
歌华	市场对歌华很有想法，歌华对市场很没想法。你涨停，我打盹；你跌停，我那个地打盹。除了广电领导和回售到场视察，任你千军万马，我自岿然不动
中行	3年到期，自然毕业。不用考试，何必读书？班级获奖（行业景气），个人同样领证书
徐工	一个大汉赤条条地站在赌桌旁，赢了，他吃骨头你喝汤；输了，他抹脖子你割肉
平安	前途是美好的，身材是臃肿的，香港同胞是青睐的，开出价格是未知的
民生	相信民生在未来5年能涨30%的就可以开始动手了；相信未来1年民生会踩狗屎的可以卖血卖肾攒钱了
隧道	本来在上海地区打洞，现在可以在武汉地区打洞，您觉得它还能在哪些城市打洞？得出的数量和买入价值成正比
恒丰	看不懂。草标上的价格不错，但遮了面纱，穿了长袍，还带了防毒面具，身材和面部都没有概念，连声音都屏蔽了，没法出价
国电	中年多金，身材发福，衣服是用信用卡做的，不缺钱，游泳沉不下去，跳高离地半尺
泰尔	一只小青蛙，坐在土井里。跳出来就是一片新天地，跳不出来就在井里土地流转
工行	大象起舞，抖一抖身上的泥土，就够种一盆花了。何必辛苦去河边运泥巴呢
华天	高科技打工者。行业好的时候是白领高富帅，行业不好的时候是蓝领人肉机器人
海运	什么都不用说了，他爸是李刚，他家住自贸区

续表

转 债	三言两语点评
海直	股如其名。降落的时候，你要有钱给他加油，它会带你一览祖国的蓝天……阴天灰霾。现在人家上天了，您就别拎着小桶和喇叭喊：“师傅你要加油啊！”太高，听不见
东华	投资者说：“你要是敢下来，我就敢买”； 东华说：“你要是敢上来，我就敢砸。”
重工	中国军人的几代梦想，中国操盘手几天就毁了；不过，你觉得是操盘手厉害还是枪杆子厉害？我相信毛先生
燕京	存量太少，只能寄望于正股自然上涨。“蚂蟥叮住鹭鸶脚，你上天来我上天。”如果你不上天，也只能在泥塘里月色一下了
同仁	满足提前赎回条件而放弃，是不是和药物接触太多的一种表现？不知道，怎么办？等进入伏击圈吧，药总有吃对的时候
川投	转债中的“小强”，130元线，爬不上去早晚也能恶心上。套利者的渊藪，大股东的伤心地
双良	价格真的不错，不过顶上挂着“非卖品”。下面一行小字：“不积极转股要小聪明的下场，游街示众3年，钦此。”
中鼎	从橡胶件到环保发动机，中鼎在蜕变。我有它留下的壳，遇到的话建议您也买点。曾经毛毛虫如此渴望破茧，但现在只是淡淡然飞过墙角的蔷薇，留下一墙头爬山虎的凌乱



# 第61节 可转债的钱，我们还能赚多久

经常有人问：可转债的最好时光是不是已经过去了，未来能否复制过去的辉煌？关于这个“红旗还能打多久”的问题，答案当然不是“星星之火，可以燎原”，而是“中国社会（股市）各阶层分析”加一点“人性的证明”。

可转债的历史数据，尤其是根据“面值-高价折扣法”得出的好得一塌糊涂，但这只能证明过去，不能保证将来。有人简单地认为“过去好，将来一定好，或者一定不好”，这都过于简单粗暴。封基可能是个正面的例子，但巴菲特或者说真正的价值投资可能是个反面的例子。

未来能否复制，不是基于过去的的数据是否辉煌，而是要找出过去辉煌的原因所在，看一看它们未来是会消失，还是会增强。

我们在此简述一下原因，您可以根据以下的描述得出自己的结论：

## 1. 可转债的数量增加了吗？

历史一共近70只，市场交易23只，环比不能算上，但与债券和股票的浩荡大军相比，不能说九牛一毛，也能算一牛九毛。

## 2. 可转债违约的可能性增加了吗？

上市公司发行可转债条件：最近3年连续盈利，且最近3年净资产收益率平均在10%以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低，但不得低于7%；募集资金的投向符合国家产业政策；负债率合理，可转债发行后，资产负债率不高于70%；累计债券余额不超过公司净资产额的40%。

从发行资质看，可转债比债券和股票严格得多，但存续时间只有五六年。应该说，一切皆有可能，但这个可能，整体远远小于债券和股票。

## 3. 投资可转债的人群多了吗？

以前是小小众，现在是小众，略多，但依然是非主流，而且中间的逃兵肯定也不少。

#### 4. 上市公司缺钱的现状改变了吗？

银行不缺钱吧？请看六月之“六卅钱荒”，请看巴塞尔协议之大限。银行犹如此，何况其他行业？

#### 5. 上市公司圈钱的本质变了吗？

不管您信不信，反正我不信。结合上一条，更加如是。

#### 6. 上市公司发行转债，希望提前转股的目的和决心变了吗？

重工，未到转股期宣布下调转股价；中行400亿，未到分红下调转股价；南山，三度发债，转债占市值比50%以上；石化，破天荒送转股，待发300亿石化转债2……如果说它们只是想低息借款，只能说您和发行转债公司都太厚道了。

#### 7. 提前转股的难度加大了吗？

必须承认是加大了，因为以前中国从没有5年没有出现一个牛市。其次，可转债不怕熊市，只要有反弹就行，2008—2010年都有成功转股的不少例子，收益也不菲；今年为止已经有美丰、巨轮2和国投先后成功。转债不怕熊市，只怕没有波动。

#### 8. 可转债保底+价格高于130元大概率的事实改变了吗？

#### 9. 中国股民的“贪婪”和“恐惧”改变了吗？

10. “面值-高价折扣法”知道的人可能多了几千个，但坚守的多了几个呢？

#### 11. 中国股市的单边下跌和单边上升开始了吗？

如果是前者，可转债可以保底；如果是后者，可转债可以大赚；如果是波浪，可转债可以稳赚中间“面值-高价折扣法”的利差。

如过您能预测到是前者或后者，请挥别可转债，期货将是您的“财富直升机”。

## 12. 可转债发生变化了吗？

是的，相对本书出版时的退市数据，可转债市场最大的变化是大盘转债的上市。对此，相信没有人比我们更有警惕之心了，请见每周的可转债点评。大转债可能造成到期转股，而不是提前转股，是对长持者的利空。但是市场的机会几乎都是大转债砸出来的，2012年以及六卅股案都一再证明大转债可能不是长持利器，但却是短线反弹的杀器，更是拿到便宜好筹码的凶器！

此外，另一个重大的变化是转债可质押。杠杆是中性武器，可能放大收益，也可能放大风险。

## 13. “面值-高价折扣法”存在的土壤变化了吗？

“面值-高价折扣法”的根本是基于“上市公司股价在1~5年内发生一次以上30%上涨的概率极大”，一旦发生，必定转股；即使不转，转债的价格也必上130元或140元。上涨原因可能是经济复苏，可能是大盘向好，可能是国家扶持，可能是业绩变化，可能是行业景气，可能是题材配合，可能是收购重组.....无论是何种情况，只要出现一次就够了，出现多次则可以加倍收益。

未来1~5年内，这种机会是完全没有了吗？是变少了吗？还是根本不可能呢？

不预测，只预算。

预测不靠谱，常识很靠谱，但需要时间才能证明。

可转债的钱，我们还能赚多久？

在股市不再上涨和反弹的那一天，在上市公司不再想和股民轮流发生金钱关系的那一天到来之前，机会是永远青睐“可转债面值-高价折扣法”的笃行者的。

一家之言。

## 第62节 我们在转债投资中所犯的 错误：电力转债

电力转债在今年的表现可谓异军突起，首先是国投转债胜利完成提前转股，最高接近145元；然后是川投转债几次冲上130元，最高135元左右；国电转债相对逊色些，始终未上130元，最高价为127元多。

三者都属于电力股，性质基本相同，而且上市时间、到期时间甚至利率、条款等都大同小异，在2011年9月30日前后都出现了极端性的价格，我们根据经验最终选择了三者之中相对重仓的川投，事后看来不是最佳选择。既然是教训，不妨总结一下，以供同道中人参考和批评。

首先摒除了国电是因为它的盘子远远大于国投和川投。

当时的数据不好找，但从现在看，国电市值440多亿，国投电力293亿，川投能源234亿。后两者似乎相差不大，但别忘了国投已经将34亿元可转债纳入囊中，除去34亿后和川投的差距就不大了，何况其还有火电占比的优势。（记得当时川投和国投的市值都在100亿左右，国电是其2~3倍）。

现在看来，这个决策还是对的，大市值的国电波动性确实远远不如两个稍小的电力兄弟。

其次在川投和国投中选择，团队开始了自己的不专业预判。

两者市值相近，拟发转债的用途也相近（都是为了二龙滩水电站融资），主要的不同是旗下主要业务的占比不同。国投的火电占比远远大于川投，这在当时是不利的。众所周知当时煤炭价格高，虽然已经有迹象显示不能延续下去，但无疑仍然对火电企业的影响是强势的。谁的火电占比高，意味着其成本就高，而且有逐年提高的可能，也就是越发电越亏损。相反，水电几乎没有什么强势的上游资源卡住脖子，靠天吃饭，四川上游的水量也很丰富。

严格来说，国投的担保条件好于川投，但最终由于我们“自作聪明”，选择了看起来更为稳妥和保险的川投作为中仓（非重仓，当时的巨轮2、中鼎、海运更为我们所看好，美丰也在备选之列。）

再次，国投和川投转债的K线节奏也帮助我们延续了这个“错误”。

2011年9月30日之前，市场节节下挫，很多转债都出现了暴跌，三者也未能幸免，但明显国电比较抗跌，而国投又比川投略为抗跌，于是当川投95元的时候，可能国投还是99元；当川投92元的时候，国投96元；最后川投跌破了90元，而国投依然在92元以上波动。于是我们抱着同样市值、同样股性（川投似乎还好些）便宜的原则，依然首选了川投（相对而言，其实当时的主战场依然是高成长中小转债）。

此外，当川投90元的时候，基本上已经满仓，想买88元的川投都没钱了，92元的国投更是顾不上了。不过，当时自选单只转债标的的用户，看好电力的有的选了国投而不是我们推荐的川投，后来成绩不错，让我们稍减惭愧之情；而听我们的建议买了川投的，只能再次致以歉意，尤其是当时振振有辞、信誓旦旦的分析，现在想来真是汗颜。

尽管无论买川投、国投还是国电，后来都没有亏损，而且盈利都不菲（也不暴利），但“差之毫厘，谬以千里”，最终的收益差距还是蛮大的：

国投，最低价92~94元，最高价144元以上，理论收益率54%以上；

川投，最低价87~89元，最高价135元，理论收益率53%以上；

国电，最低价97~99元，最高价127元，理论收益率29%以上。

貌似国投和川投差不多？非也。

根据“面值-高价折扣法”，当国投上130元以上时，可以实行高价折扣，基本上以135元分批全部卖出，因为最后实现了提前转股，所以收益是100%兑现了。而川投，上了135元后，如果跌破130元，可以选择部分卖出。由于没有出现提前转股，所以理论上手里始终会有一部分川投转债留存，因此收

益仅仅是兑现了一部分。至于国电则基本没有“面值-高价折扣法”兑现机会，如果是波段卖出则没有确定性以及可比性。

当然，如果客户选择“自选兑付”类型，一到130元以上全部卖出的话，国投和川投的收益率是差不多的，甚至川投可能会更高些（因为买入价格更低）。但这样的操作不太推荐，因为可能错过140元以上的更好卖出价格，也可能错过美丰转债那样180元甚至更高的卖出价格。

总结我们在电力转债上的失误，主要是：

做了预判，而且是非常识性的预判。对国电股性的判断属于常识，而对电力行业未来的走向，则属于知识性预判，当时貌似是对的，后来看很可笑。自己做也就罢了，还一本正经地讲给客户听，害人害己，展露了自己的无知。

后来没有像基金经理那样，持续地跟踪火电、水电行业的变化，尤其是煤炭价格的微妙变化。没有能力，就应该坦承自己的不行，不会的不要乱说，多多学习和研究基金的调研成果。

集中精力做好最重要的几只转债。不可否认我们对电力行业缺乏重视在于其一贯的低波动性，但既然已经买了，就要对自己和客户的资产负责，不会就要加强学习和交流。普通的行业也会有周期变化，也会有春天，这次真是花钱买了教训，买了常识。

# 第63节 这些年，我们的钱是怎么赚的

适逢“六卅股案”，有人问：你们不预测，碰到大跌也不跑，130元跌到110元也不抛，你们的钱怎么挣的？答案可能很无趣：面值-高价折扣法。

大多数人做证券上来就会先找底，然后找顶。我们也是这么过来的，但很痛苦地发现游戏没有赋予自己这个技能。挨了市场老师很多耳光，终于承认了这个现实。大死之后，就是大活。尽管很多人都宣称自己能准确地找到底部和顶部，但奇怪的是最终他们退出的地方往往是在下面，虽然按照描述他们都应该是天堂的VIP。

一般来说，我们很少买到“地下室”的价格，“地板价”也很少，或者说到了“地板价”的时候，我们的钱也很少了（或者说没有了）。

股市和淘宝一样，是个邪恶的地方：

1. 一打开界面，就想花钱；
2. 下单后，你会发现永远有更便宜的促销，亲！

于是，后来有了三条安全线，有了资产配置仓。安全建仓线，少买；进入加仓线，多一点；出了线，不管你是店庆还是含泪大甩卖也不动。

买了，多了，满了，又有更便宜的价格了？怎么办？

买了A，买了B，满了仓，又有更好价格的C了？怎么办？

怎么办？不办。

你不能买的东西，注定就不是你的东西。有时候，要对自己宽容一点，要对利润看开一点。

一个到期100元以上保本的东西，无论以100多元、100元、95元哪个价



格买都是赚到，反正它有90%以上的概率，130元以上（叠加转股近乎不封顶）。

如果满仓后见到了更便宜的价格，应该像个老渔夫那样淡定：钓到鱼了就好，满篓了就好，满冰箱了更好，我们是来钓鱼的，不是来清水库的。

想追逐最好价格的结果，很有可能是不断丢了棒子的熊。最终，熊获得了一根棒子，农民获得了一整块掰好的玉米地。

所以，上边的答案我们可以重复一遍：

这些年我们是怎么赚钱的？

安全建仓线内买，安全加仓线内加仓，安全重仓线内重仓。满仓后，看更好的价格上下表演，该吃吃，该睡睡。直到某一天的发生：强制赎回，烟花满天。

目前为止，烟花的概率是90%以上（包括唐钢和新钢，他们都有过170元的时候），这就是我们赚钱的奥秘：不是我军够聪明，而是大股东更英勇。

无论烟花满天还是满地，我们庆幸始终都在人间。这就是幸福。不信，有机会问问那些在下面养老的“股神”。

## 第64节 可转债的另类可能结局：何谓到期转股

在可转债投资中，根据历史统计，绝大多数转债的结局是提前转股（95%以上），很少数的转债是到期赎回，在总共近70只退市转债中，前者占了60多只，后者目前仅澄星和唐钢两只，新钢即将进入该行列，或者双良和燕京的结局也不外乎此，虽然它们和澄星一样，属于半技术性死亡——由于大量回售造成的被动等待到期。

澄星、双良和燕京，都是因为发生了大量的回售，导致转债市场存量太少，造成或者停止交易，或者大股东毫无转股动力的局面，只能被动等待再次回售或到期赎回，在所有持有人抛出所有转债后，才能彻底结束生命。这和唐钢、新钢到期时仍有大量存世转债略有不同（澄星到期前仅有1亿转债，双良不足3000万，燕京仅8300万）。唐钢和新钢主要是“天作孽”，回售的双良和澄星基本是“自作孽”。

除此之外，还有一种可转债的结局，虽然从未发生过，但始终是一种可能，安道全很早之前就指出并将其命名为“到期转股”（也存在其他称谓，但内容是一致的。）

所谓“到期转股”，就是这样一种情况：以新钢为例（纯粹是例子，不要妄想结果发生），其转债到期赎回价格是107元。本来要想触发提前转股，需要把正股价拉到转股价的130%以上才可以。不过假设到期前，正股价恰恰是转股价的107%以上一点——比如110%~120%，此时转债价格也应为110元~120元。那么，转债持有人就会面临一个选择：同样是一个转债，是在停止交易时以107元被新钢赎回呢？还是以110元~120元在场内直接卖出转债或转股后卖出正股呢（两者收益相近）？

正常情况下，肯定是后者，无论是卖出转债还是转股，最后的结果其实都是转股。这样一来，上市公司仍然可能以一种间接的方式实现全部转股的事实，因其只能发生在到期赎回前，我们特为之命名为“到期转股”。

假设把转债的结局比喻为我们在公众厕所能看到的标志，那么“提前转股”可称为“男性”，阳刚之极，霸气十足；“到期赎回”为“女性”，温柔婉约，顺从守诺；“回售造成的假性死亡”可称之为“太监”或者“人妖”（顺便说一句：可怜之人必有可恨之处，回售之债也如是）。

而“到期转股”，则可挂上“外星人”的牌子，人人都说没见过，但人人都知道它确实可能存在，而且可能早晚会遇上。

什么转债最可能到期转股？

1. 剩余时间不到一年的一般到期转债，比如新钢、博汇等；
2. 长期没有波动的一般转债，比如深机转债，让它上涨30%不是没可能，比较少见；
3. 长期没有波动的大转债，典型的例子是中行转债，工行也有可能。我们在点评中曾经分析过：中行的到期赎回价是106元，骤然上涨30%可能比较难，但到期前把正股价保持在转股价的106%以上还是比较容易的。届时，是以106元被中行到期赎回，还是以110元、120元卖出或转股？

第一种转股难度往往较大，尤其是转股价远远低于净资产的。如果四五年都没有转股成功，那么可想而知一定是有生理问题，最后一年“造人”成功的可能性不是没有，但不会很大；如果有，早干什么去了？但遇上大牛市，也不是没有试管婴儿的可能性，这就需要一定的判断了；

第二种基本靠天吃饭，没有题材和大盘配合，较难成事。

第三种是最麻烦的。这些大盘转债基本是巨无霸，而且容易借到钱，能拖就拖反而是一种策略。

因此，您应该可以理解安道全团队对大盘转债、弱波动转债和快到期转债的偏见，我们不是歧视，而是“挽弓当挽强，用箭当用长”，有“豆蔻梢头二月初”的时候，无须对“如花”或“除却巫山不是云”。

最后需要强调的是：无论转债的最终结局是“到期赎回”还是“到期转股”，甚至中间被回售“宫刑”，都不影响其之前发生一次或多次高于130元的情况，因而同样能被“面值-高价折扣法”安全收入囊中。

比如：新钢转债最高价见170元；唐钢转债最高价170元；澄星转债最高价见150元以上，中间多次上140元；双良转债上过135元；燕京转债比较短命，最高只到过115元，但按照“面值-高价折扣法”，基本也能做到不亏和微亏（全部控制在5%以内）。

# 第65节 回售价为为什么不是可有可无的

在可转债投资中，我们经常把面值、回售价和到期收益率为正作为三条重要的参考线。其中面值和到期收益率为正都很好理解，但回售价的重要性一向不为人所知，在此简要罗嗦一二。

简单来讲，回售价有两个半作用：

作用一：壮胆；

作用二：防止上市公司发神经；

作用二点五：套利。

下面一一道来。

作用一：壮胆

有了回售条款，等于有了一个高于面值的保底。所以当正股价（或转债价）暴跌的时候，一般人会很害怕，但转债持有人胆子应该更大一些：无论如何跌，有回售价保底，上市公司要么下调转股价，要么拉正股价，无论怎样做，都会把转债价格维持在回售价附近或以上。因此下跌是一时的，保本是永久的。

当然，前提是持有价格在回售价以下，转债在回售期内，以及还有下调转股价的空间。

事实上，除了心理作用，回售价的确有实效：三大垃圾转债中海、深机和歌华之所以长期在100元以下浮动，很大程度是因为2015年才回售，因此

下调不如死撑着，一旦到了转股期，绝对不敢如此。

### 作用二：防止上市公司发神经

经过双良回售事件的人，对此应该心领神会。有时明明到了回售的关键时刻，有的大股东还自作聪明，对大盘抱有幻想，总想少下调一点，或者晚下调等等看，造成了回售不可避免地发生。

一旦回售发生，损失最大的当然是上市公司，其次就是回售价以上高价买入的持有人。当然，持有人可以选择不回售，但是遇到双良这样的，由于回售太多造成停止交易，持有已经毫无意义。不止双良，遇到燕京这样的接近停止交易线，存量太少，上市公司根本已经没有动力主动促成转股，遇到再次回售也不在乎区区几千万的钱，这就是回售价的好处了。因此，在回售价以下买的，即使遇到这种极为罕见的并发症，也能全身而退。

不怕一万，就怕万一。有了回售价的盾牌，看似绝大时候不管用，一旦发病时，是很有疗效和稳定情绪的。

### 作用三：套利

利用回售条款的套利多见于正股，转债回售套利出现的机会很少，而且空间不大，不像正股套利那么多利益，因此只能算是半个作用。

此外，回售还隐含一个回售收益率。比如中海的到期收益率是17.04%，年化4.2%，其回售时间为2015年8月1日，回售价为税前101.6元，时间为2.05年，现价92.79元，以此计算回售年化为：

$$(101.6 \div 92.79 - 100\%) \div 2.05 = 4.6\%$$

其年化收益比到期年化收益率4.2%还要高，有时甚至能到5%，而且实现时间大大提前了（2年），并且确定性一样高。

总之，一物必有一用，善用者在持有人。转债长持者，任何时候都不能忘了安全二字，任何时候都不能跑到大师兄的金刚圈外去调戏妖精。在转债

安全的时候空仓痴等更低的价格，在120元或140元的时候奋不顾身地杀入重围以身试虎，这不是投资转债，而是求转债调戏。如果确定脖子后面还没有出现光环的话，二师兄，还是打包先回高老庄比较安全。（安全价不是仅指面值或回售价，而是三条安全线，特别是重仓线，特别推荐大家DIY自己的安全线。）

回售价，平常看起来没用，关键时刻真保命。大多时候可以嗤之以鼻，但绝对不能永远视而不见。要命的时候，它真的会出来刷存在感的。

## 第66节 一鱼两吃论美丰：兼谈“面值-高价折扣法”长处和不足

美丰的烟火绚烂升空，“面值折扣法”自然大快朵颐，其实面对美丰这样股性活跃的“美餐”。“面值-高价折扣法”能不经意间做到“一鱼多吃”。口说无凭，数据为证，如图7-6所示。



图7-6 美丰转债

请注意：美丰上市后在104元~110元之间停留了半月之久，这是符合“面值-高价折扣法”的安全建仓线和安全加仓线的，此时可大胆建仓。而三个月后，美丰最高见140元，最低见127元，此时按照折扣法应在130元卖出，3个月收益率大约为20%~26%左右，是为美丰的第一吃，可谓“吃鱼头”。

接着，美丰一路下跌，但始终未跌入110元的建仓线以内，直到2011年9月，最低见到了105元，此时应大胆建仓。不过这次没有上次幸运，尽管之后节节攀升，最高见125元，但始终没有突破130元，所以根据纪律，只能持有，不应卖出。之后美丰随着市场下跌，最低见到了102.2元的最低点，此



时根据“面值-高价折扣法”，是补仓的良机，而非夺路而逃，此次堪称“吃鱼未遂”。

接下来，更大的考验接踵而来，美丰转债再次反转，摸高了121元一次，摸到了118元三次之多，但始终未能突破130元，根据纪律，仍然只能坐而观鱼，不能卖出，这是“钓鱼再次未遂”，让鱼儿嘲笑了。

美丰再次回到了建仓线下，在104元~107元之间徘徊了几周之久，这时候纪律在耳边高喊：“建仓！建仓！”但有多少人能够做到？如果乖乖从了纪律建仓了，那你赚到了：不到三个月，直上188元，建仓平均成本不过在104元~107元左右。这次是真正的“饕餮全鱼宴”。

从这个简单的回顾中可以看到“面值-高价折扣法”的两个好处和一个不足。

好处是：

1. 纪律很简单，而且没有恐惧和贪婪，不受情绪和市场的影响。
2. 纪律可以自动捕捉满足条件的波段，有一次波段就收获一次，有两次就收获两次，三次四次的也能照单全收，只要发生即可。

不足是：

“面值-高价折扣法”不是万能的，进网的可以全部捞到，擦网而过的、体型过小的都能避过去，下网的人不能贪心，不能急躁，更不能丢了渔网下河捞鱼甚至暴跳如雷用炸弹炸鱼，那样你会错过最后的“大部队”，而且会破坏心情，破坏环境。

所以您可以想象投顾的持有人为什么会用“狼来了”的眼光看我们了，在成功了一次以后，居然三番两次眼睁睁地看着鱼儿扬长而去，却不能兑现唾手可得的10%~15%浮盈，反而要第三次低位建仓！所以，不耐烦、不信任、不好听的一些要求，都可以理解，持有人不是神仙，神仙不会找肉眼凡胎的我们做投顾。正是如此，才有面值折扣法和安道全团队存在的价值。

总之，“面值-高价折扣法”是很考验人性的，也绝对不是十全十美的。

对此，我个人理解的是要原谅自己的不完美，模糊的精确胜于精确的模糊，安全的稳赚胜过赌博的暴利。此外，鉴于古人捕鸟都要网开一面，今人不妨传此古风，附上明人徐祯卿的《翦胜野闻》中记载的一首诗，自解兼自找台阶一个：

“大千世界浩茫茫，  
收拾都将一袋藏。  
毕竟有收还有放，  
放宽些子又何妨？”

## 第67节 “没有吃到最高点！”：再谈美丰在高价折扣法下卖出的应用

美丰上一次的提前赎回是在2011年了，很多人甚至根本不知道，说了也没有切身感受。这次依然是谈一谈“面值-高价折扣法”的不足之处：如何捕捉到最高价？

美丰目前场内最高价188元，真正在188元卖出的有多少？全部在178元、170元以上卖出的又有多少呢？抱歉，我们也没有做到。因此，如何用高价折扣法捕捉到较高的价格，是个很现实的问题。如图7-7所示。



图7-7 美丰转债的日线

以上是美丰的日线，可见上了130元以后，美丰明显有三个峰谷，顶端分别是146元、158元和188元，按照原始的“面值-高价折扣法”，在146元跌破10%或者10元，也就是在136元或者132元附近就应该减仓了，因此造成了很多人的提前出局。

我们在实践中总结的两条比较简单有用的规律是：

1. 以收盘价计算。场内最高价和场内最低价往往是当天激烈博弈的结果，不理性的因素很大，因此收盘价往往显示了鏖战一天后多空双方握手言和的一条楚河汉界，相对来说比较“理智”。因此，以收盘价计量，往往会提高收益，避开短期的波动出局。

2. 分批兑现。满足高价折扣法触发条件后，看看实现强制赎回条款的时间还有多久，如果没有到期，就应该适当放宽卖出频率，尤其是已经满足了一半以上的时间时。以此分批出货，可能会有效捕捉到更高的卖出价位，但缺点是可能遇到最终未能转股的情况，后面没有出现更高价格，不过也无所谓，反正就是多等一段时间，或者少赚了一点高价而已，稳赚是肯定的。

当然，结合大市判断法、趋势线等也能提高一些收益，只是非我所长，而且也可能过于敏感或恐惧，或判断失误更早，更低价格出局，种种可能复杂不再赘述。

## 第68节 预测之殇——罗斯福是如何毁掉投机之王的

安德烈·科斯托拉尼被称为是“有史以来最伟大的投机者之一”（也有人认为可以去掉之一）。他虽然做了很多正确的投资，但并不鼓励投资者以预测为生。他曾娓娓讲出一个亲身经历的事情，始末如下。

二战期间美国还未参战，科斯托拉尼根据知识作出了投资预判：首先是橡胶，第一战略产品，工业和军事必不可少物资。其次是丝绸，因为日本是第一大生产国，日美敌对，开战很有可能。胡椒和锌，同样是日美局势导致其从爪哇的进口遭到威胁。最后，澳大利亚的羊毛，一旦战争爆发，需要大量军服。言之有据，不是么？科斯托拉尼最后说，理论是奇妙的，而实际却是另一回事。

橡胶具有如此重要的战略意义，以至于美国参战之初就由政府调控到很低的价格，这是在和平时期从未有过的措施，也是不可想象的。

丝绸保持了稳定的行情，因为这个时候发明了尼龙，自然生丝的需求被部分转移了。日美开战，丝绸行情飞速上升时，丝绸贸易在交易所被停止，合约被以低廉的价格强制执行。

最顺理成章的羊毛呢？大型货轮被政府征发运送武器到澳洲，返程时为了不空驶，装满了整船的羊毛。增加的进口使市场储备量大增，抵消了价格上涨。

同样的，胡椒和锌，也被运送士兵和给养去爪哇的船只在返程时大量装载，抵消了战争造成的物资短缺。

最后是一种纯美国的、最不可能成为投机对象的产品成了赢家——棉花，尽管这很不符合逻辑。美国当时盛行孤立主义，大量选民不愿参战，罗斯福总统为求得亲英政策的支持，向南方和中西部的棉田主和棉农给予贷款担保，因此棉花在政府支持下反而节节攀升。

科斯托拉尼最后写道：“不可预见的事物改变了看似最保险的预计。在其他情况中我遇到了同样下场。战争、战争的危險、和平、社会安定和内政、外交等各种其他因素都跟数据一样是投机者必备的资料，它们有时甚至更重要。在这里科学止步了，人们开始用直觉做判断，而直觉是几十年经验的产物。”

而我们比科翁更为彻底（或被动），按照中国哲学的原理，也许个体根本就不可能测量整体。不否认在某个时点、某个特定条件下，某个个体能够在自己的能力范围内作出某些正确的局部判断，但这绝对是少量的、不常见的、非常态的，不能成为投资者随心所欲地对任何领域漫无边际进行推测的理由，特别是据此进行身家性命的投资时，后果更是极其严重。

事实是这一幕一直在上演，剧终没有喜悦，虽然剧中偶有喜悦。

长期频繁预测者们可以扪心自问：日美战争时点可以预测吗？尼龙何时被发明可以被预测吗？棉花政策可以被预测吗？运送物资的货轮主行为可以被预测吗？如果答案是可以，那么此人一定是个垂垂老人，因为那是几十年经验的产物。

不过投资者不要悲哀，因为无论是国外的股神巴菲特、科斯托拉尼，还是古代的老子、陶朱公、梭伦等圣贤，都指出了一条康庄大道：常识。

价值投资是常识，“日中则昃月满则亏”是常识，“旱则资舟，涝则资车”是常识，“不到最后，不算结束”是常识，“预测飞行的苍蝇轨迹不如放一块乳酪等它降落”是常识。

千年前，有人问德川家康：“杜鹃不啼，若听它啼，有何良策？”

家康答：“等待它啼。”

等待该发生的事情自然地发生吧，观棋不语真君子，口沫可以淹没天

地，终不能改变自然的进程。

股市如海，小民如舟，能够做到不颠覆、不沉到海底就已经很好了，大浪来的时候，小舟能拒绝不高吗？

等待是美德，安全即大美，春来草自青。

## 第69节 海直转债“面值-高价折扣法”和博弈法短期操作路径对比

这次海直转债的小爆发，既在意料之中，也在意料之外。意料之中是团队一直就把海直的爆发看成一个高概率事件，并且把它的建仓线定得一向比较高（110元~111.6元）。意料之外是确实没有料到在这个时点爆发，因此建仓一直有条不紊，无论虚拟仓还是实际仓都没有持有很多，多在10%及以下。以安道全单只转债最多重仓33%仓位，单只达到建仓标准不过是33%的三分之一或更少，10%完全符合规则。当然，到了110元以上，老大会“笑而止步”，笔者会在涨停的时候“有知者无畏”一下。

以下为在虚拟池1和虚拟池2的操作，经BOSS批准，特别把操作并列列出，并加入了“画外音”。这样可以对“面值-高价折扣法”和短期套利博弈有个清晰的对比过程，有助于理解。

由于思路“过于简单无趣”，文字描述实在太少，而博弈过程却比较复杂，因此先简要介绍一下这次博弈的原理。

海直这次爆发的时间，不但我们没有预料到，事前事后看来，连海直自己也没有预料到。事件的起因是“通航条例”被批准，这是市场公开信息，这件事海直早就知道，我们也知道，在周报点评里也一再揭示过，但一旦事情成真，市场反应的强烈和机构入手的果断却超乎预料。不过，当正股涨停而且是无量涨停的时候，继续看好正股表现的完全可以暗度陈仓，借道可转债转股来实现变相买入涨停且买不到的正股。

一般的方法是买入正股，当天转股，然后次日可酌情卖出。本来笔者也是这么想，特意选择溢价率为负的时候买入，但很快发现到了下午往往会直接溢价，这时候还不如直接卖出更简单划算。而且负溢价往往在上午，下午情况未明，投资人有一定的警惕心理；下午快要收盘了，涨停还没有打开，安全性提高，市场价格往往也就上来了。



操作路径如表7-12所示，以虚拟池1和虚拟池2为例，实际操作差异不大，只是量多量少的问题，但虚拟池1可能持仓过少，减持过程有点简单，实际可能会长一些，但基本都在140元~138元之间：

表7-12 虚拟池1和虚拟池2操作路径

本周时间	虚拟池1 (主刀人目前为作者)	虚拟池2 (主刀人为理财师3号)
截止上周	海直持仓：50张，占比5%。 思路：因近期作者重新主刀，将以前散乱思路整合，卖出部分近期不太可能爆发转债；海直在110元买入50张，拟在110元及以下继续加仓到10%（100张），在108元左右加仓5%，见到103元可加仓到整体仓位的25%，面值附近可到33%最高限制。虽然很喜欢海直，但还是喜欢在110元以下买。 目标：作者重回操作，以后不再变更操盘人。之前多个操盘做得略为凌乱，重整回安道全风格。本周以98元卖出石化，以105元卖出恒丰，以98元卖出南山，以104.77元买入海运转债50张，99.99元买入民生50张，110元买入海直50张。继续加强海运，保持中鼎和重工，规避南山和大转债，逐步加仓海直、泰尔，博汇到102.4元时买入做现金储备	海直持仓：100张，占比10%。 思路：做长持等待爆发思想，没有1号池的包袱，海直已经加仓到10%，感觉年底爆发机会不大，倒是有低位建仓的机会，等待103元~105元的价格，可加到20%仓位；重点盯紧博弈的重工，跌破止损线卖出。 目标：继续两个博弈。本周104.77元买入海运50张、94.921元买入徐工100张、96.78元买入南山50张、买入115.5元重工转债100张。徐工转债拟在100元以上卖出
周一 11月18日	在109元下单海直转债50张。108元下单50张。 开盘，看到110.59元闪了一下，然后一路上涨，不明觉厉，感觉可能有短线异动，但笑而止步。 当日海直操作：无	继续炯炯有神地盯着重工，海直设了低价提醒，没有关注。但10点多量价齐升，有点意外，不过下午量并没有暴涨，回头继续盯重工。博弈好累人啊，羡慕老大的逍遥。 当日海直操作：无。 晚间大家谈论海直5%的涨幅，觉得有可能是放开低空通航条例起作用了，但只涨了5%，晚间中信也没有利好公告，一致感觉中信没有上心，可能是游资的短线行为。事后看，这些游资挺有耐心！从上周四就开始涨了，周二统计了一下：周四到周一的量分别为1900万、4400万、9500万，而且这1.6亿以上的量出不来，短线行情不能完
周二 11月19日	直接上了120元了，不是我的菜了。遗憾没有早点下手。问世间，何为后悔药？教菜鸟生死相许。成年人只摘自己钓钩上的鱼。继续等低价的海运、泰尔转债。中鼎和重工跌下111元也很好	海直开盘一字涨停，很漂亮的图形。但上午依然没有敢下手，怕下午或次日变盘跑不了，到了下午看量依然没有上去，主力没有跑，顿时“怒从心头起，恶向胆边生”。现金大量买入。体现在2池用当前现金10289元买入，平均124.12元。 收盘124元微微下跌，有点傻，遍寻周边人意见，安安认为问题不大；1号兄认为做好止损，下跌损失有限，可能有馅饼；老大回答：“诚心讲，在短线上你是将军，不要问小兵。徒乱你战意。”温暖，反复设定几个止损线，短信问候老大后牛奶+苹果入睡
周三 11月20日	正股没有下来，转债上130元，面值已经远去，开始高价折扣法。因为买的少，同时是意外事件而不是主动寻求提前转股，决定看涨停打开再说。  晚间中信海直公告股价异常，但没有发布利好。说明中信也遭到了正向黑天鹅，但没有继续利用利好乘胜追击的意思。短线游资行为可能性较大	正股开盘一直涨停，如意！如意！遂我心意！但是转债略涨后反而出现了下跌，是的，到了130元以后折溢价将趋向为零，可能有机会。1号师兄及时发来消息，固收团队也发来问询，果然在127元~128元附近出现了折价。反过头去看正股，嘿嘿，成交量反而继续缩小，心动不已，但害怕下午变盘，少买点。没钱怎么办？卖其他转债。先卖哪个？问老大，答：南山；问安安，答：南山。为什么？曰：你仓位重，套现资金多啊；问1号兄，答：南山。理由呢？南山短线不会爆发，海直博弈成了可继续买回南山。“果断”卖出南山150张，97.04元；127.64元买入海直转债114张。老大表示这样还是有风险的，下午变盘怎么办？犹豫中，老大留下一句：止损+看量，无忧；留下潇洒的背影。果然中午吃饭都没有味道，电话几个券商如何深市转股，回答不积极一度暴怒！下午一路盯盘，幸好正股继续无量涨停，而且缩了；转债则一路上

本周时间	虚拟池1 (主刀人目前为作者)	虚拟池2 (主刀人为理财师3号)
周三 11月20日		扬，折价消失，转股还是卖出？1号兄意见，现在其实比上午安全！同感。安安直接表示加仓并说转股是“1+1”的行为。定心后感觉如是：既能i+0，正股上涨还能享受溢价，转股是下策，不能受上午买入时的影响。临近尾盘，继续缩量涨停，计算成交量和换手率，仍在安全线内，还卖什么？来不及交换意见了，徐工还是重工？两相比较还是留安全第一的吧，而且同时盯两个博弈太累！（正股加转债四个标的同时要看的，老妈没给我四核的心脏啊）重工100张125元全部成交，正好遇到大量的135元卖盘，买入海直转债93张，已经杀红眼了。此时不知不觉中总共持有海直转债达389张，已经超过单只转债1/3的限制，而且已经上了130元。晚上犹豫是否继续买，经讨论后决定安全第一，已经上136元了，无论是实盘还是虚拟盘就到这里吧。抛出一部分再买？没有那本事，一旦下调到130元（当前最高价136.68元）或者打开涨停，必须走。准备继续卖出的徐工和中海暂时保住金身
周四 11月21日	见到了最高价147.777元，成交量和换手率都有加大，拟跌破140元或137.77元出掉，理财客户特意定得更高些（如果海直出利好，可以等到收盘前再以此衡量）。 140元虚拟盘仅有的50张全部出掉了。如果有100张，可能会在140元和137.77元分两次卖掉；或者在尾盘看是否跌破140元或137.77元。量少，就容易出得早，总不能10张10张的出吧？ 郁闷的是居然全天最低价。不会是笑话吧？ 实际操作，在140元出掉一部分，没有等到137.77元，尾盘反弹到145元，但中信没有继续跟进，感觉很不好，拟次日见到140元或137.7元继续出货，除非出现比147元更高的价格。 晚间中信没有利好公告，做好客户短信提醒，特意将140元挂得多些，137.77元以上挂得少点，每个盘仓位不过10%，应该出货很快；很担心理财客户不理解	转债开盘放量了，正股涨停没有打开，但量能放大，同时换手率比昨天的1%左右有了明显放大。无论如何也得警惕了。老大建议在140元或137.77元止损，虚拟池140元卖了100张，成交，没想到是当天最低点！不过听说老大也是这个部分出货，幸灾乐祸几分钟，但老大继续指示在此点位以上卖出理财客户海直转债，感觉还是有必要警惕的。 收盘前犹豫了许久，145元，明天还有奇迹吗？一边是继续涨停的正股，一边是日渐放大的量。真心犹豫了。问1号，答安全第一；问安安，答拿不准的按最差情况处理；问老大，反向我这几天套利时什么参数最重要，答曰成交量和打开涨停，再次反问那为什么却为了股价犹豫？一言惊醒梦中人，果然是屁股决定脑袋啊。老大看K线是老外，对安全一向是杠杠的。不过，犹豫了一下，289张，出一半吧？尾盘还是只卖了150张，144.5元。现在还剩下139张，希望万一中个大奖。 事情就坏在这个“万一”上，晚上中信宣布融资的公告一出来，就知道“虾米”了
周五 11月22日	海直你好，海直再见！ 你好，没有重仓抓住你给的这次意外惊喜，但你也并没有给出重仓的惊喜价； 再见，如果再到建仓线内，依然定斩不饶，加仓线和重仓线也如是	零点发布公告，海直将开股东大会审议关于控股子公司海直通航向中信富通融资租赁2架Ka-32型直升机暨关联交易的议案。打人打脸啊！晚上爬起来140元挂单卖出80张，早上直接140.7元成交；还有点幻想，再看已经138元了，量大还供应足；再看正股也是量大价跌，算了，清仓吧

## 总结：

1. 这次之所以下定决心继续套利，主要是海直的情况具有技术性的确定性：涨停、无量、转债有成交量，缺一不可，与重工转债需要猜测大有不同。
2. 只要无量涨停、不放量，进去的游资和机构就出不来，但止损依然是第一位的，不能有任何幻想。
3. 套利耗费心神，一般人不建议参与。海直这样的情况也不是天天能遇到的，但捞鱼基本能天天或年年有“水货”。
4. 海直仍然有大量买盘，不确定后面是真有故事，还是会成为又一

次“逗你玩”的陷阱。但无论如何，当涨停打开，成交放大的时候，确定性指数级别下降，低风险套利者不应该再恋战。即使后面有美食，也不是我的菜了，就像上了120元的转债也不是“面值-高价折扣法”的菜一样。

5. 此次1号虚拟池的操作略显保守，为什么会这样？因为主刀人希望有更低的建仓价格（110元及以下），因此可以看出市场的不可测。还有就是安全长持法的好处，它网不到那么深的深海鱼，但浅层的浅海鱼不至于像这次这样错过。当然，前提还是要选到好的标的。

6. 如果是较大规模的资金池，比如用5000万的10%买入500万的海直转债，“面值-高价折扣法”会怎么办？依然是会在140元、137.77元分批减持，当然您的选择可以是场内即时价也可以是收盘价。如果继续看好可留一点底仓，但建议如果跌到130元不妨全抛。

7. 纵观这几天的套利，平均卖出价格为141元，但预判的成分很大，要比纪律似乎好些（137.7元~140元之间），可是付出的心理劳动估计只有我知道。这种事不能天天玩，而且市场也没有给你天天玩的机会。如表7-13所示。

表7-13 纵观这几天的套利

操作	价格（元）	数量（张）	平均价格（元）
买入	109.11	100	123.89
买入	124.12	82	
买入	127.64	114	129.01
买入	135.00	93	
卖出	140.00	100	
卖出	144.50	150	
卖出	140.70	80	
卖出	138.00	59	141.58

请注意上边的买入价，将以前按照“面值-高价折扣法”买入的转债代入，是平均价格123.89元。如果不代入，只算近期博弈的平均价格，是129元。以141元的价格粗算一下，博弈收益为9.74%一周，算起来好像挺高，但问题你不能天天遇到，剩下的时间还得去找新的投资标的。

如果算算“面值-高价折扣法”蠢笨的收益呢？109.11元买入，140元卖出是28%。就算是137.77元卖出，也有26.26%的收益。而109元~110元的价格2013年7月以来，有过好几次。

因此以时间换空间，以空间换时间，两者其实不差，还是看您的个人风格和喜好。但“面值-高价折扣法”的确定性，几乎无风险和省心省事，还有超低的技术要求和广泛的适用人群，确实远远胜过博弈套利。尤其是当你的资金变大的时候，套利几乎不太可能成为首选，连流动性可能都不够。

## 第70节 经典战例：双良转债的“危”与“机”

双良转债是转债中的异类，明明是很有前途的大好青年，却被公司玩成了“植物人”，长期在转债榜上做反面教材，故事很有代表性，也很值得投资者玩味再三。

2010年5月4日双良节能发行了7.2亿元可转债，并于2010年5月14日在上交所上市交易，简称“双良转债”，交易代码为“100009”。

进入2011年7月，沪深市场受到流动性危机而大跌，股价节节下挫。2011年7月22日，已经低于当年转股价20.81元的70%——14.57元。但此时，可转债价格仍然在106元~110元左右，原因在于第一，双良有103元回售保护；其次，正常情况下双良为了不被回售，应该主动下调转股价，而此事应该视为利好。

2011年8月底，市场受中石化A股拟二次发行300亿元可转债的利空影响而加速破位，形势岌岌可危。双良正股迅速下跌，双良转债价格因有回售价保护，跌到103元以下一些以后，稳定在该价格附近。

2011年7月22日至9月5日，双良节能已经连续30个交易日收盘价格低于当期转股价20.81元的70%，即14.57元，回售条款正式生效。

2011年9月6日，双良节能发布公告回售公告，回售申报期为2011年9月14日至20日，回售资金到账日为2011年9月23日。同时还发布向下修正“双良转债”转股价格的议案公告，拟于2011年9月22日召开临时股东大会审议转股价格修正议案，新转股价拟按修正转股价格的股东大会召开前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日的均价高者的160%确定。

双良转债的转股价修正来得太迟了，即使股东大会通过也于事无补。修正后的转股价依然远高于正股二级市场价格，持有人丝毫看不到上市公司的诚意。其拟定的转股价居然是“股东大会召开前20个交易日股票交易均价和

前一交易日的均价高者的160%”，这样的自杀行为，连大股东双良集团和一致行动人江苏双良科技、江苏双良停车设备、江苏澄利投资都看不过眼，经“指点”后，公司再度将下调标准降为“均价高者的120%”。尽管如此，该转股价显然还是太高。持有人只能等待双良节能正股未来大幅上涨至转股价之上，才有可能通过转股获取超额收益。鉴于当时低迷至极的大盘，这显然是不现实的。因此，大幅下调转股价的预期落空之后，前期进入的套利资金选择短期退出，再次将转债价格拉低到103元以下；新进入的转债套利资金成本多在103元以下，这就给回售造成极大的隐患。

双良本来的如意算盘是回售的同时下调转股价，这样持有人会预期下调转股价后能对转债价格形成支撑，如果转债价格在103元以上，那么显然持有人就不会选择103元回售给公司了。这是效法唐钢转债的故智。

然而雪上加霜的是大盘继续下跌，加上对双良形同儿戏般下调转股价的失望，双良正股套利人纷纷认赔出场，造成正股迅速跌破了新的回售触发线，最低达5.69元。此时，转债价也随着跌跌不休，一度最低下跌到99元。双良想要再次下调转股价，在程序上已经来不及，只能眼睁睁看着回售被真正触发。

附注：之前，沪深转债最近一次发生的有效回售案例还是2008年10月，当时澄星转债110078满足回售案例，随后持有人行使了96.5万张转债回售权，涉及金额1.01亿元人民币。

截至2011年12月5日，双良转债尚有2600万，流通数量已小于3000万元，根据上交所的有关规定，双良转债于2011年12月15日停止交易，但尚可转股和回售，利息照付。

双良转债的教训：

1. 在预测市场方面，上市公司和散户处于同一水平，双良不仅水平低

还是外行；

2. 不要相信所谓的大概率，1%的可能一旦发生在个体身上，就是100%的灾难；

3. 回售价貌似无用，实际上在市场、证监会和上市公司同时不正常的时候，它是唯一一个表现正常的，这大约就是制度的力量和保底的力量吧；

4. 市场存在大量103元以下的持有人，当预期不好的时候，套现是必然的；

5. 市场存在大量短期进入的套利资金，时间有限，无论预期是否实现，必须套现；

6. 套利转债，顶多是104元、106元、110元亏损到103元。套利正股，一旦失败，下面就是无底洞，双良就是污点证人，至少应有个止损价；

7. 按照“面值-高价折扣法”，在这种极端情况下，依然能够保持正收益，全身而退；

8. 双良不过成为笑柄，但套利持有人是血淋淋的杯具；

9. 一切皆有可能，如果没有足够的肉可以割，至少可以在保本的龟壳里安睡。

但是祸福相依，当危险降临，明智的人夺路而逃的时候，不要忘了地上可能的黄金或者白银，哪怕是鞋子也好。

在双良夺路而逃的日子里，热门的预期发生了巨大的逆转，但有一个东西是不变的：双良公司只要存在，转债依然要到期赎回，依然要回售，依然要付利息；而且，双良当时没有可能倒闭。实际上，双良公司账面上有16亿现金，回售近7亿，确实是灾难，但不至于违约。算上双良集团和一致行动人，双良只是失足，还不至于死刑。

机会在黑暗中悄悄闪光：

2011年12月5日，双良公告只剩2600万转债，面临退市。于是，保持在102元左右许久的双良转债放量大跌，一路下跌到12月14日退市前的95.22元。其中，12月13日1815万，12月14日221万——简而言之：敞开供应。

但事实是：如果以96元买入双良转债，转股是不用想了，到期更是遥遥无期，但回售价依然是103元。而双良肯定不愿意再下调转股价或者拉升股价了，区区不到三千万，还不够成本的。最大的可能是任其自生自灭。

由于2011年9月份双良已经发生过一次回售，在2012年5月4日后进入新的回售年度，如果继续满足回售条款，回售还会发生。而双良高达14元的转股价已经说明其已无心维护，大盘依然向坏，区区不到7元的股价触发回售概率极大。

事实果然如此，2012年6月15日，双良发布公告以103元再次回售双良转债。以96元买入的话，103元被赎回，机构不交税的收益率是7.29%。此外，在2012年5月4日，转债持有人还能获得一次0.8%的利息（税前）。时间前后不过180多天，刚好半年，年化最高16%以上。

这不是暴利，是保底的银子，而且弯腰捡起来就可以了，“No对手，No城管”。

双良之战，早已收官，但意义深远。同一个转债，前后不到1年，充分体现了“机”化为“危”，“危”又化为“机”的辩证转换。先看到“机”的，忘了还有不保本的“危”；后来发生了“危”，又变为夺门而逃，扔下所有身上的赘物，甚至是定期存折。

问君何能尔？源于投资者对产品的深刻理解，以及在当时的纷纷扰扰中能有10分钟的灵台清明。

不理解产品，终为土灰，纷纷扬扬而去；

深入骨髓的，早晚兑现，熙熙攘攘而来。





# 第71节 信仰不是问题，问题是不信 (1)：和真正的价值投资者学习投资

史载庄子之鲁，鲁公曰：“鲁国多儒，少谈道术。”

庄子说：“鲁国的儒士很少啊。”

鲁公说：“鲁国随处可见穿儒服者，怎么能说少？”

庄子答：“我听说儒者中戴圆帽代表通晓天时，穿方形鞋代表懂得地理，佩戴五彩丝带和玉玦可决断大事。君子怀有其道，未必穿其服；穿其服者，未必真有其道。公何不号令国中：‘无儒士之学而着儒服者，处死罪！’请试之。”

于是鲁公发布此令，五天后举国无人敢穿儒服。唯独一男子，正装儒服立于公门，鲁公召之，询以国事，千变万化不能难之，真国士也。

庄子说：“鲁国之大，只有一儒，这可以说是多吗？”

——《庄子·田子方第二十一》

鲁国一儒，古今皆然。现今价值投资者盛行，索罗斯门徒也不少，实际上赚钱的却不多，什么原因？鲁国一儒也。

鲁国假儒和伪价值投资者一样，语录可以倒背，案例可以如流，危难的时候只能剩下一个赤条条的“真我”，原则抛得杳然无踪；而对真儒和真投资者，却正是盛装于公门之外的良机。

归根结底，还是一个懂和不懂的问题，信和不信的问题。真者，是经过切身感受甚至亲身血战得来，深入骨髓，不在口而在心，溶于血液，是真懂，或者说已经五体投地于这个信仰，甚至以身心奉献于此事业。假者，道听途说，一知半解，浮光掠影，在口不在心，追求时髦而已，利于我的时候我站在队首，不利于我的时候弃之如敝屣，溜之如悟空。

谁是真正的价值投资者？

不是在最底部买入，也不是在最高处卖出。而是在1981年就看好可口可乐，等到1989年遇到好价格才买入的人；是在买入美国运通后，浮亏40%仍然坚持到盈利10倍的人。

问君何能尔？心中自有信。

巴菲特能在浮亏一半的时候继续持仓不动，是因其坚信该股票“早晚”会回到“价值线”以上。能算出“价值”的人不多，但也不少；但算出来还能坚守的人，少之又少。

巴菲特能测算出价值，但不能测算出价值实现的时间和幅度，也不能预测到股价会跌到什么程度。这一点，和可转债非常像。能测算出保本线和大概率期权价值，不能测算出价值实现时间，也不能预测到转债价会跌到什么程度。

但中国可转债比价值投资者幸运：

1. 有保底，面值、到期、回售三重保底；
2. 保底和大概率价值非常好计算，比巴菲特的几千份年报要简单得多。

也有两点的幸：不幸：

1. 要和价值投资者一样接受漫长而残酷的考验；
2. 你没有烟花寂寞，但肯定和价值投资者一样寂寞（好在转债有五六年大限，价值投资者往往更长。）

上路之前，请先考虑好：

不轻信，不恐惧，不叛变革命，汝今能持否？

## 第72节 信仰不是问题，问题是不信 (2)：研究员为什么不是富翁

2013年6月15日的《投资快报》刊登了一篇妙文《125股距目标价还有逾4成空间长安2年或涨2倍》，部分文章如下：

2013年5月31日以来，沪指累计大跌达6.72%，8个交易日中更是仅有昨天以红盘报收！不过这期间，机构并未因此大幅削减一些公司的目标价。据同花顺数据统计，5月31日至今，券商对近600只股票给出了目标价；其中，逾500只股票的目标价较昨天的收盘还有一定的上涨空间，这当中，125只股票距券商研究给出的目标价还有逾四成上涨空间。

在含转债和拟发转债的正股中，中国平安空间是70%，中国重工是66%，民生银行和中鼎股份是50%以上。

按照以上的研报，每个研究员都应该是富翁，同样他们供职的券商也应该赚大钱。因为他们每月总能找出动辄50%或翻番的大牛股，果真如此，超越巴菲特的年化20%应该是举手之劳；而且券商能低息融资，更能放大收益。

事实却相反，研究员自称是个苦难的职业，券商自营往往以亏损见报。

何以如此？很简单，这是写作业，是街头叫卖，是晋级考试，不要钱，不要命，更无关信仰。随便说说，说对了，马上原地升天当股神；说错了，换张卷子重考，直到说对了一次为止。

研报就是这么回事。不管你信不信，反正他们自己是不信的。如果真信，为什么自己不用工资买呢？为什么还要公之于众呢？券商保密还来不及呢。

实际上券商赚的是口水钱，或者如果大家相信研报一起买该股票，他赚

了20%~30%就跑了，根本不理睬自己的目标价是150%还是250%。所以券商永远是券商，巴菲特还是巴菲特。

如果连研究员自己都不相信自己的结论，自己都不买自己推荐的股票，那么研报的意义和识字课本还有什么区别呢？

投资是一件严肃的事情，更是一件要命的事情。玩玩CS和拎着真枪上阵，是大不一样的。研究员知道这一点，所以只码字和算数，不真买股票。如果读研报的人信了，还真有可能赚钱。

这不是玩笑，长远来看，企业的赢利应该是增长的，通货的膨胀应该是永续的，所以只要时间维度长，企业还算好的话，实现预计的股价其实往往是一件大概率事情。确实如此，很多研报从事后看，非常“精准”和灵异。注意：不是全部，是大部分。

但是即使如此，研报的读者和作者也赚不到研报的钱，原因还是一个信字。信，才能坚持；不信，或者不买，或者买了跌10%马上出局，或者涨了20%马上套现。

价值投资，如果没有一点信仰，真的做不来，早晚还是追涨杀跌的韭菜。所以，路不是没有，关键看有没有人坚持走；价值不是没有，关键看有没有心坚持守。找到信仰不是问题，关键是真信假信，如果不信，等于没有。

鲁国一儒，卿之衣冠备否？

# 第73节 图解安道全表格之如何看可转债投资价值表

安道全系列表格公布在《安道全周报》中（有关《安道全周报》细节，请参阅本书第87节“特别奉献：《安道全理财周报》特别优惠”），但依然有读者反应不太了解各个表格的解读方式，以及各个参数的作用。本书将分别讲述每个表格的阅读和使用方式，谨供投资人和读者参考。本次讲解的是“可转债投资价值简表”如表7-14所示。

表7-14 可转债投资价值简表

转债	现价	股价	转股价	溢价率%	剩余年	税后年化	税后收益	PB	转股最小涨幅
双良	95.22	8.17	13.48	1	1.96	4.55%	8.17	1.47	17.77%
中海	94.60	4.29	8.6	4	4.21	3.52%	1.47	1.47	17.77%
博汇	104.35	4.45	6.16	5	1.35	2.85%	1.47	1.47	17.77%
深机	99.25	3.9	5.6	1	4.16	2.79%	1.47	1.47	17.77%
南山	111.27	6.35	6.92	6	5.41	1.98%	10.78	1.47	68.28%
歌华	101	6.61	6.61	96	3.52	1.76%	6.61	1.47	-11.39%
中行	104	6.61	3.04	6.61	3.04	1.54%	4.68%	1.03	26.01%
石化	107.74	6.78	6.98	10.92	3.77	0.63%	2.36%	1.15	13.32%
重工	109.82	4.52	4.93	19.78	5.05	0.03%	0.16%	1.58	-17.74%
恒丰	109.49	6.08	6.88	23.90	3.85	-0.44%	-1.69%	1.03	26.49%
民生	113.63	10.48	10.23	10.92	5.82				18.67%
燕京	104.79	5.94	7.58	33.72	2.41				5.39%
泰尔	110.10	7.55	8.49	28.81	4.64				1.40%
海运	108.87	3.53	4.51	9	2.64	1.38%	2.63%	1.38	-17.51%
工行	114.50	4.16	3.77	7	3.29	-1.89%	-5.92%	1.29	0.63%
海直	124.80	7.88	7.1	5	5.59	-1.89%	-10.58%	2.06	-36.95%
国电	125.01	2.96	2.53	5	4.25	-1.99%	-8.49%	1.47	-11.72%
川投	125.00	10.25	9.15	9	3.84	-2.57%	-9.86%	2.38	-45.34%
同仁	142.80	24.48	17.72	37	4.55	-5.15%	-23.42%	8.01	-83.77%
新钢	108.50	5.24	5.41	12.02	0.25	-5.43%	-1.38%	0.97	33.97%
国投	140.92	6.69	4.74	-0.16	3.69	-5.43%	-20.04%	1.92	-32.18%
中鼎	128.88	14.38	12.66	13.46	2.73	-5.79%	-15.83%	4.50	-71.10%
巨轮	139.37	7.67	5.47	-0.61	3.17	-7.10%	-22.48%	2.32	-43.90%

如表7-10所示：

- 好东西都在哪里找？在税后年化为正的区域中。税后年化越高，保底性越高，而且往往有超额收益。此外，重仓线往往在这里实现，尤其是年化大于5%的时候。当然，这里也有一些陷阱，比如停止交易的双良，或者离回售期较远的深机、中海等，但整体来说，转债的安全性基本体

现在这里。

- 哪些东西需要尽量避免长持？在年化远远低于-1%的区域中。这些区域中的可转债价格往往已经很高——如120元、130元、150元、180元。到此价格，基本上与正股风险和收益差不多了，此时买转债未免有点晚，不过早前以低价买入的，倒是可以定期巡视一下，享受一下丰收前的喜悦（随时准备以高价折扣法收割）。
- 年化0~1%、-2%的区域，美丰这样的转债往往出没于其中。其特点是高PB、有回售、中小盘、业绩或题材不错，因此往往很难低于年化为负，一旦满足或接近，多少要买点；如果强烈看好，在110元以内甚至可以大胆建仓，以博取远远超过130元的收益。当然，在此区域中也会出现一些鸡肋转债，不断诱惑投资者。
- PB反映的是一个转债最低下调转股价能到什么程度。可以近似认为PB越高，其转股价下调的回旋空间就较大，遇到长期熊市，也有可能通过下调转股价等待时机，一旦出现反弹即可提前转股；而PB越低于1，转股价下调空间越小，甚至为零，从而造成如果触发提前转股，需要的难度就较大。
- “转股最少涨幅”是安道全的独创指标，公式为：

转股最少涨幅=（净资产×130%）÷现正股价-100%，

其中净资产既可采用最近一期公布的，也可采用最近一期经审计的。具体请参见博客文章《可转债转股难度系数：转股最少涨幅计算方法》网址是：[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_537d5dc501015d8o.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_537d5dc501015d8o.html)。

其反映的是以当前净资产为最低转股价，从当前价格触发提前赎回需要的涨幅。隐含了该正股触发提前转股的难易程度，和PB有类似的功效，但更为直观一些。

- 税后总收益。也即到期税后年化与到期剩余年之积，和到期税后年化一起参考看。
- 溢价率：适合短线做转股套利之用，机会少，时间成本难测，一般不用。

- 质押率：质押回购放杠杆之用，一般不用。
- 回售触发价：一般做正股或转债回售套利之用，机会不多。
- 股价、转债价、转股价皆为常用指标，不再赘述。

总之，“可转债投资价值简表”中最为重要的是税后年化和税后总收益两栏，重点反映了转债的安全性；PB和转股最少涨幅其次，表面是转股难度，实际上背后更深刻的是正股的波动性和股性，重点反映了转债的进取性，也就是获得超额收益的可能性。另附“[安道全]可转债投资价值简表”实时版网址：[www.jisilu.cn/data/cbnew/#tlink\\_4](http://www.jisilu.cn/data/cbnew/#tlink_4)。



# 第74节 图解安道全表格之如何看“可转债上下空间表”

本次讲解的是“可转债上下空间表”，如表7-15所示。

表7-15 可转债上下空间表

转 债	距面值空间	130元转股收益	140元转股收益	理想转股价格	理想转股收益	现 价
海运	-1.00%	18.72%	27.85%	170	55.25%	109.50
南山	-1.00%	17.33%	26.35%	170	53.43%	110.80
重工	-1.00%	18.38%	27.48%	160	45.69%	109.82
恒丰	-1.00%	17.75%	26.81%	160	44.93%	110.40
中海	-1.00%	37.74%	48.34%	110	59.00%	94.38
泰尔	-1.00%	15.04%	23.89%	110	59.00%	113.00
歌华	-1.00%	28.45%	38.33%	110	59.00%	101.21
深机	-1.00%	31.38%	41.49%	110	59.00%	98.95
石化	-1.00%	21.67%	31.02%	140	31.02%	106.85
海直	-1.00%	3.63%	11.60%	160	27.54%	125.45
中行	-1.00%	24.99%	34.60%	130	24.99%	104.01
博汇	-1.00%	24.19%	33.74%	130	24.19%	104.68
工行	-1.00%	13.94%	22.70%	140	22.70%	114.10
民生	-1.00%	13.80%	22.55%	140	22.55%	114.24
新钢	-1.00%	20.64%	29.92%	130	20.64%	107.76
中鼎	-1.00%	0.44%	8.17%	150	15.89%	129.43
国电	-1.00%	7.60%	15.87%	140	15.87%	120.82
巨轮	-1.00%	-1.76%	5.80%	150	13.35%	132.33
同仁	-2.00%	-8.31%	-1.26%	160	12.85%	141.78
川投	-20.55%	3.29%	11.23%	140	3.60%	135.04
双良	5.02%	36.53%	47.03%	103.7	3.60%	135.04
国投	-25.95%	-3.73%	3.67%	140	3.60%	135.04
燕京	-4.31%	24.40%	33.97%	103	-1.44%	104.50

这一列，决定了向下空间，也就是安全程度但也要参考股性和到期年化。

简单原则：  
现价高于120与正股风险相同；低于110可以考虑建仓，参考到期年化收益率更佳！

最重要，决定了收益高度！  
需要参考正股股性。

如表7-11所示：

- 未虑胜，先虑败。可转债的第一特性是保底，所以先要找到底。一般来说，可转债的底有几个：首先是面值100元，基本100%不亏；其次是到

期收益率为正，保证持有到期不亏；再次是回售价，万一股价暴跌或者发生回售，也能保本；最后是最狠一点的，到期收益率为6%、5%或者4%，对于债性较强、正股不活跃的尤其有效，一旦股性较强的可转债进入次区间，往往有超额收益，是重仓之时。不过这些具体体现在“三条安全线”，不再赘述。此处，简单地以面值为参考线，是化繁为简、大致如此之意，并不代表投资可以这么草率。当然，一些陷阱还是有的，比如停止交易的双良，或者离回售期较远、股性迟钝的深机、中海等，研究正股懒偷不了。但整体来说，转债的安全性基本体现在这里了，起码95%以上。

- 先找底，再找顶。什么是顶？理想转股价格和理想转股收益率。一个可转债如果想提前转股，上130元至少20个交易日是必然的，瞬间上140元也是大概率，但再往上能涨多少？除了当时大盘的因素，正股的股性就很重要了。一般来说，就是：高PB、有回售、中小盘、业绩不错或有题材，容易涨得高；反之，则要么实现提前转股很艰难，要么即使实现了提前转股也涨幅不高，前者如唐钢、新钢、博汇，后者如大盘转债。
- 找到底和顶，就需要做一个风险收益比较了。哪些可转债虽然很安全，但顶多不过拿30%收益？哪些可转债虽然离面值有一点距离，但到期收益率为正，一旦爆发，往往远超140元？这就需要做一个权衡了。当然，底部相对好找，顶部超过130元、140元，无论如何都有主观判断在内，不能一概而论。可以参考，但不要为之束缚，应该有超越的勇气和信心——当然有前提，仍然是在底部安全线和能力圈内。
- 偷懒的买入法则：好转债，在110元以下就可以考虑建仓；坏转债，最好在到期年化N%建仓，其次面值以下，起码在回售价以下；110元以上，出于安全最好不考虑，120元以上，基本和正股风险同步，除非做套利，不建议做安全长持。
- 该表格比安全线和价值表更简单，适合懒人，安全一点不少，收益未遑少让。
- 卖出时，仍然建议坚守高价折扣法。

总之，“上下空间表”中，最为重要的是底和理想顶部的判定，进而决定能承受多少的浮亏（距面值空间）来获取多大的收益（理想转股收益）。此

表简单易懂，特别适合没有时间的投资者，以及大资金建仓（因需要更多的建仓时间和空间）。

此表贵在简单，疏亦在简单，结合到期时间、到期年化、到期收益率和正股研究，参考安全线和价值表，当更为精到，然而其投入的精力可就不是一个量级了。有时候，简单就是美。少花费80%的精力，却获得80%的收益，也是一种美，这也正是该表乃至“面值-高价折扣法”的精髓所在。

# 第75节 图解安道全表格之如何看“安道全可转债三条安全线表”

本次讲解的是“可转债三条安全线表”，如表7-16所示。

表7-16 可转债三条安全线表

转债	现价	安全线	备注
新钢	107.47	100.00	赎回/回售/面值
博汇	108.29	100.00	到期/回售/面值
双良	95.22	-	停止交易
歌华	101.93	100.00	面值/年化3-4%/年化5%
清远	107.24	104.92	100.00
中集	112.68	110.00	100.00
中远	110.28	110.28	92.92
中煤	113.66	112.68	94.66
中钢	95.40	100+利息	89.85
国电	122.64	114.40	94.46
恒丰	113.45	107.64	100.00
南山	110.85	111.23	100.00
同仁	144.90	109.36	100.00
民生	115.06	109.84	100.00
中行	105.07	103.15	95.06
工行	115.30	107.72	95.31
重工	109.82	110.00	100.00
深机	99.56	100.00	91.83
中鼎	133.80	108.48	100.00
燕京	106.50	102.00	92.08
海直	128.50	111.60	100.00
泰尔	112.95	105.44	100.00
巨轮	131.60	108.04	103.00

如表7-12所示：

- 安全建仓线，是第一道安全线。未虑胜，先虑败，先要考虑极端情况出现后能否保底。可转债的第一特性是保底，所以先要找到底。一般来说，可转债的底有几个：首先是面值100元，基本100%到期不亏而且可以有少少利息吃；其次是到期收益率为正，保证持有到期不亏；再次是回售价，万一股市连续下跌或上市公司踩钢丝摔下来发生了回售，也能保本。最后，如果实在不看好该转债，可设定到期年化多少时再进入。一般来说，安全价格是到期收益为正>回售价>面值。

- 安全重仓线，是第三道安全线。此时基本上，债性好的转债到期收益率为6%、5%或者4%；股性强的也基本进入面值了，此时不出手，对不起证监会。当然，在重仓之前，还是要先静下心来想一想该转债是否出现了不可挽回的事件，是否有违约的可能。如果答案是否定，那么显然是重仓甚至加杠杆之时。注意此时一般比较逆人性，不要试图在市场找到很多同道人。
- 安全加仓线，此为第二道安全线。为什么最后说加仓线，因为它比较灵活，不像建仓线和重仓线那么鲜明。但是显然它也是很重要的。进入建仓线，只是初选成功，而且有时往往一触即回，而设定加仓线，往往是一个可以从容建仓的区间，尤其是大资金和分批量的。

加仓线在前面两条线之间，一般来说，是慢慢从零建仓到截止到重仓仓位之前的阶段，有可能是分期甚至跨年完成的。因投资者的资金也是会有变化的，有套现的，有新进的，有了加仓线就比较从容。

- 横向阴影柱，代表某可转债现在价格处于3条安全线的什么阶段。此事一目了然，便于快速锁定目标，可以快速看出当前市场有多少值得重仓、值得建仓、值得加仓或者不值得出手。

运用之妙，存乎一心。不要拘泥于安道全的表格。可转债可以确定的基本是底部，但股性和顶部就需要很多主观和经验因素判断，不可能是整齐划一的。如果发现我们和您意见一致，那是我们的荣幸；如果有不一样的，先要问问自己对该股的研究是否深入，是否客观，如果答案是肯定的，就要坚信自己。

一般来说，高PB、有回售、中小盘、业绩不错或有题材的可转债，三条线的设定都可以高一些。甚至简单点，进入110元就可以。纯经验，很有用。可以自己统计一下。

反之，PB低于1的、大盘的、提前转股难的、股性差（波动小）的、容易借到钱的，转股不容易实现，即使实现提前转股往往也涨幅不高，建议价格设得低些。要想钓我们，起码要多下点诱饵才是。

- 偷懒的买入法则：好转债，在110元以下就可以考虑建仓；坏转债，最好在到期年化N%建仓，其次面值以下，起码在回售价以下；110元以上，出于安全最好不考虑，120元以上，基本和正股风险同步，除非做套利，不建议做安全长持。

该表格既是买入点控制，也是仓位自然配置，用久了自然明白。

总而言之，三张表格各有其用，但基本都是用来解决买入的问题。“上下空间表”最简单，适合大资金和懒人用。“价值投资表”最全面，尤其是对正股基本面分析裨益良多，除了安全问题，还能解决转股是否容易实现，以及可能的收益高度。“三条安全线”表格，表面上看起来是解决什么价位买入的，但实际上暗含了何时买入和动态资金配置，其在实战中的实用之处更在前两者之上。

至于卖出，则一如既往地推荐高价折扣法。它不是最好的，但是没有惧高症，也不会被压在五行山下500年不能动。

三个表，贵在简单，疏亦在简单，结合正股研究和大盘走势更有价值，抑或收益更多。然而其省下的精力何止一个量级。有时候，简单就是美，只花20%的精力，却获得80%的收益，而不是孜孜以求用80%的精力去提高20%的收益。这是一种美，也正是三个表格，乃至“面值-高价折扣法”的精髓所在。

## 第76节 安道全可转债数据算法简介

由于“安道全理财”采用独特的“面值-高价折扣法”投资理论，某些计算公式不尽同于市面上流行的计算方法，在博客上已经进行了部分公开，但仍然给部分新加用户带来了困惑，趁此机会把所有需要计算的数据算法再次集中公开，仅供参考。

《安道全可转债投资价值表》计算公式完整说明如下。

(1)  $PB=市净率=现股价\div净资产$ ，一般越高越好。

(2)  $转股价值=100\div转股价\times正股现价$ 。

(3)  $溢价率=(转债现价-转股价值)\div转股价值\times 100\%$ 。

(4)  $折算率$ 每周三自动更新， $实际折算比例=交易所公布的标准券折算率\div转债现价$ 。

(5) **回售触发价**：募集说明书中约定的连续N日低于转股价的X%可提前回售， $回售触发价=当期转股价\times X\%$ （大部分可转债的X=70，重工转债X=80，X=0表示不能回售）。

(6)  $剩余年=(到期时间-今日日期)\div 365$ （闰年为366）。

(7)  $到期价值=到期赎回价(含最后一年利息)+除最后一年外所有未付利息之和\times 80\%$ ，请注意安道全此数据计算方法与众不同之处，详情请参阅博客文章：《转债基本功&公告：**【安道全】**将采用新的税后到期收益率计算法》，网址是：[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_537d5dc501015nf3.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_537d5dc501015nf3.html)。

(8)  $到期收益率=税后单利=到期价值\div当前转债价格-100\%$ 。

(9)  $到期年化=年化税后单利=(到期价值\div当前转债价格-100\%)\div剩余年$ 或 $到期收益率\div剩余年$ 。

(10) 转股最少涨幅%= (净资产×130%) ÷ 现正股价-100%，其中净资产既可采用最近一期公布的，也可采用最近一期经审计的。具体请参见博客文章：《可转债转股难度系数：转股最少涨幅计算方法》，网址是：[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_537d5dc501015d8o.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_537d5dc501015d8o.html)。

(11) 年化5%价格线=到期价值÷(剩余年×5%+1)。

每期收费用户将在附件中收到一个完整表格，在xls文档中的“全表”子表格中，以上的公式已经完全体现在其中，订阅用户可以直接查看公式与此验证。此外，该文档只要输入转债价格、正股价等，即可自动算出到期年化、到期收益率、年化5%等重要数据，可供投资者线下研究使用。



## 第77节 可转债涨跌情况表

可转债投资的特点就是等待。价格可能长期在平静无波的湖面上徜徉，偶尔泛起涟漪，只有很少时候会深入水面，给出令人眼红的安全价；也很少会无风起浪，骤然升起龙卷风。因此，“面值-高价折扣法”的结果虽然精彩，但过程难免枯燥。

在买入价格出现之前，等待买；在卖出价格出现之前，等待卖。

因此，在买卖之间的价格，无论多么接近买入价还是卖出价，只是考验人心的浮云而已，不值一瞥。所以中间产生的所谓浮盈和浮亏，只是一个数字，一个今天看了明天忘了的数字，天天在变化，不是最终结果和收益，实在不值得一谈。

不过，仍然有很多人某些数据感兴趣，那就勉为其难，粗粗统计一下，如表7-17所示。

表7-17 可转债涨跌情况表

转债	2011-2013 年低价	低价以来高价	中间收益空间	年化收益率	2013年 以来涨幅	2013年 年化	备 注
美丰	102.2	188	83.95%	59.62%	45.87%	109.43%	1次低价
美丰	104.17	188	80.47%	163.18%	45.87%	109.43%	2次低价
国投	92.06	144.31	56.76%	33.91%	14.12%	33.69%	去除极端最低价
巨轮	92.07	141.18	53.34%	37.44%	12.48%	29.77%	退市价
川投	87.54	133.7	52.73%	31.50%	22.40%	53.44%	
同仁	109.02	148.65	36.35%	79.93%	23.86%	56.91%	
中鼎	102.9	138.439	34.54%	82.39%	29.84%	71.19%	
石化	85.95	115.6	34.50%	20.61%	3.59%	8.56%	适合波段
国电	96.5	127.89	32.53%	18.79%	8.73%	20.83%	
重工	99	127.9	29.19%	57.29%	3.59%	8.57%	等待重组
南山	99	121.89	23.12%	39.81%	3.95%	9.42%	波动回去了
工行	99	121.77	23.00%	33.99%	4.99%	11.90%	
海运	91.05	111.32	22.26%	16.06%	9.58%	22.85%	去除极端最低价
中行	89.3	105.8	18.48%	11.04%	8.48%	20.22%	
歌华	86.91	102.44	17.87%	10.67%	9.85%	23.50%	
海直	113.5	132.49	16.73%	41.83%	12.64%	30.15%	去除极端最低价
博汇	95.77	109.85	14.70%	10.30%	8.83%	21.07%	
民生	103.16	117.55	13.95%	78.33%	8.61%	20.54%	首日收盘价
恒丰	105.1	116.5	10.85%	21.99%	2.37%	5.66%	去除极端最高价
新钢	99.02	109.1	10.18%	6.08%	3.54%	8.43%	
深机	91	99.99	9.88%	20.26%	8.52%	20.33%	
中海	88.5	96.78	9.36%	21.89%	7.49%	17.88%	去除极端最高价
泰尔	108.21	113.489	4.88%	98.96%	0.52%	1.23%	去除极端最低价

请注意：

- 中间的一些极端最高和极端最低价格已经剔除，因为不能实际买入卖出；
- 没有计算双良和燕京，不能交易或濒临停止，没有转股前途，僵尸转债而已；
- 没有计算中间的付息；
- “两年来低价”有具体日期，而“低价以来高价”时间统一以2012年6月2日计算年化；因此，最高价偏高，但付息没有算，年化算的时间长了，稍微平衡一下；

有点偷懒，但真要老老实实计算，工作量太大，有兴趣的朋友可以更精确下。更详细的数据，如时间和计算公式，见收费邮件中“收益统计”子表格。

有人认为美丰很“变态”，不能算；但做的转债多了，实际上这个价格才是“常态”，反而巨轮这样的高PB中小转债以130元~140元转股才是“变态”。

需要说明一点的是：2012年没有一支可转债提前转股，而且2012年是自2004年以来可转债最不好的一年，依照面值折扣法是没有一点卖出机会的，但买入机会不少。

尽管如此，统计发现，按照面值折扣法，所有可转债都能实现正收益（浮盈），包括两只僵尸债。超过80%的有一只，美丰；50%~80%的有3只，国投、巨轮、川投；30%-50%的有4只，同仁、中鼎、石化、国电，其中同仁上市不到半年；20%~30%的有4只，海运、工行、南山、重工，其中重工重大重组停牌；10%~20%的有7只，中行、歌华、海直、博汇、民生、恒丰、新钢；不到10%的有3只，深机、中海、泰尔，其中泰尔上市不到半年。

这个收益率并不惊人（但非常安全），而且貌似还很耗费时间，很慢。但事实上，尽管有很多低价出自于2011年9月30日前后，但2011年底和2012年的低价也很多，如果算上年化，还是很壮观的，如表7-18所示。

表7-18 可转债年化表

年化区间	数 量	品 种
>100%	1	美丰
90-100%	1	泰尔
80-90%	1	中鼎
70-80%	2	同仁、民生
60-70%	0	
50-60%	1	重工
40-50%	1	海直
30-40%	5	南山、巨轮、工行、国投、川投
20-30%	4	恒丰、石化、中海、深机
10-20%	5	国电、海运、中行、歌华、博汇
0-10%	1	新钢
总数	22	
未计入	2	燕京、双良

观察表格7-14，你会发现什么？

- 波动性越大的，带来的收益越大，这也是我们喜欢股性活跃转债的原因。

- 中小转债收益比较高，这个结论和上一个是一致的。

新钢和博汇这样PB低于1的快到期转债收益率垫底，但仍然不会亏。类似的歌华、中海、深机，也不是很好，但有短期波段机会。

- 大盘的中行、石化、工行，收益率中流。
- 电力股是今年的明星，但显然市值小的川投和国投跑赢了大市值的国电。
- 无论是多是少，都是正的。即使买到最糟糕的转债，只要坚持面值-高价折扣法，到期保本是肯定的，到目前为止也是浮盈的。

至于2013年以来的涨幅，纯属数据和娱乐，对于“面值-高价折扣法”来说意义不大，如表7-19所示为可转债涨幅与年化表。

表7-19 可转债涨幅与年化表

转 债	2013年以来涨幅	2013年年化
美丰	45.87%	164.14%
中鼎	29.84%	71.19%
同仁	23.86%	56.91%
川投	22.40%	53.44%
国投	14.12%	33.69%
海直	12.64%	30.15%
巨轮	12.48%	29.77%
歌华	9.85%	23.50%
海运	9.58%	22.85%
博汇	8.83%	21.07%
国电	8.73%	20.83%
民生	8.61%	20.54%
深机	8.52%	20.33%
中行	8.48%	20.22%
中海	7.49%	17.88%
工行	4.99%	11.90%
南山	3.95%	9.42%
重工	3.59%	8.57%
石化	3.59%	8.56%
新钢	3.54%	8.43%
恒丰	2.37%	5.66%
泰尔	0.52%	1.23%

# 第78节 可转债规模/市值占比表： 一张表格，阅尽可转债众生

中医讲究望、闻、问、切，不用仪器。但实际医生在养成这样的能力之前，却是漫长枯燥的试错和学习。

可转债也类似。当一个可转债发行的时候，一个熟练的投资人只要看一看募集说明书，基本就能对其了然于胸；再结合对正股的了解，一般1个小时内就能决定未来五六年内的投资策略。

工作室也把一些转债的基础数据排在一起，如表7-20所示。

表7-20 可转债规模/市值占比表

转债	回售时间	规模(亿)	剩余(亿)	总市值(亿)	流通市值(亿)	总市值占比	流通占比
南山	2016/10/16	60	60	115	115	52.2%	52.2%
新钢	2011/8/20	27.6	27.6	63	63	43.8%	43.8%
博汇	2012/9/23	9.75	9.75	24	24	40.6%	40.6%
深机	2015/7/14	20	20	65	65	30.8%	30.8%
恒丰	2013/4/23	4.5	3	15	15	30.0%	30.0%
中海	2015/8/1	39.5	39.5	138	85	28.6%	46.5%
海运	2013/7/8	7.2	7.2	30	30	24.0%	24.0%
泰尔	2013/7/15	3.2	3.2	14	8	22.9%	40.0%
歌华	2015/11/25	16	16	75	75	21.3%	21.3%
海直	2014/12/19	6.5	6.5	40	40	16.3%	16.3%
国投	2015/1/25	34	34	242	242	14.0%	14.0%
国电	2012/8/19	55	54.99	448	363	12.3%	15.2%
重工	2016/6/4	80.5	80.5	662	511	12.2%	15.8%
巨轮	2014/7/18	3.5	0	32	24	10.9%	14.6%

续表

转债	回售时间	规模(亿)	剩余(亿)	总市值(亿)	流通市值(亿)	总市值占比	流通占比
双良	2010/11/4	7.2	0.26	68	68	10.6%	10.6%
川投	2015/3/21	21	21	215	215	9.8%	9.8%
民生	不可回售	200	200	2834	2256	7.1%	8.9%
燕京	2011/4/15	11.3	0.83	167	149	6.8%	7.6%
中行	不可回售	400	400	8123	5690	4.9%	7.0%
同仁	2015/12/5	12.05	12.05	291	291	4.1%	4.1%
石化	不可回售	230	221.42	5917	4622	3.9%	5.0%
中鼎	2011/8/11	3	3	82	82	3.7%	3.7%
工行	不可回售	250	237.98	14580	10961	1.7%	2.3%

从表7-15中可以看出很多故事，已经发生的和没有发生的：

- 南山为什么有动力？转债规模是总市值的一半多——没有动力才怪。结合表外两个事实：1. 南山转债的利息最高，还款压力大；2. 南山已经是三次发债，前面两次全部成功，而且融到的资金比这次还要多。南山主观想做什么？还用问理财顾问和南山董秘吗？
- 新钢43.8%，博汇40.6%，我知道新钢粉丝要说什么。但是，尽看表不如不看表，表外的常识也要懂。新钢是动力大，有愿望，但难度确实大（不是不可能，但也绝不是100%）。相对来说，博汇要从容一点。但是时间更长、业绩更好的转债，转股难度和概率更大。
- 恒丰30%、海运24%、泰尔22%、海直16%，这才是正常的小伙子，需求旺，体力好，时间充裕，一旦机缘满足，最容易一飞冲天。
- 深机30.8%、中海28.6%、歌华21.3%，似乎也应该很有想法啊。是的，再看回售时间，2015年；表外，正股价低于净资产，转股价虚高极多。
- 双良、燕京，为什么没动力？看剩余转债规模除以总市值，少得可怜，人家没有必要为抢散户手中几毛钱的糖葫芦，而先掏出自己口袋里的巨资（双良停止交易后一直多次进行回售，而不下调转股价，就是投入产出比不值得）。
- 巨轮为什么积极？11%的占比，对于国企来说不算什么，对于民企来之不易。国企可以低息银行贷款，可以低息借债，可以定向、非定向增发，民企的可融资渠道太少、太贵，必须抓住。
- 中鼎为什么在市场中不受欢迎，却坚持走高价转股路线？因为转债占比太小，只有3.7%，付出太多却获得太少的融资，当然不希望股权被稀释

得太多。

- 三个大转债谁最积极？看看表格就知道了：第一肯定是石化，占比最高，不要看1期230亿，占比3.9%，还有后面的300亿，加起来足有9%。其次是中行，400亿，占比4.9%，业绩差更需要补充资本；工行为什么闲庭信步？1.7%最低，业绩稳定，保持到期就行，无须拔苗助长。
- 市值也很重要。我们首次注意到，深圳机场居然还不如新钢市值大……这个貌似有点违反直觉啊。同是汽车概念，32亿的巨轮比82亿的中鼎爬升起来就是快，尽管其题材其实还不如后者。
- 15亿的恒丰、泰尔，32亿的海运，40亿的海直，标准的小盘股，体态轻盈，婀娜的身材很容易被风吹到天上去——当牛也在空中飞的时候，这也是teenbag的特征之一。
- 其他……

# 第79节 可转债基本功：安道全税后到期收益率计算法

安道全将采用一种全新的可转债到期税后单利收益年化的计算方法，更加直观简单，而且更贴近市场交易事实。

首先，到期税前总收益率还是不变的，公式为：

$$\text{税前到期总收益率} = (\text{未到期应付利息之和} + \text{到期赎回价}) \div \text{当前价} - 1$$

注：到期赎回价一般含最后一年利息，所以未到期应付利息中不要重复计入最后一年利息。

税前年化单利也不变，依然是用上面的税前总收益率除以到期剩余时间即可。

发生变化的是税后收益的计算方式。

以前，我们采用累加未到期利息之和乘以80%（扣税），然后加上到期赎回价扣税后的收益。

然而关于最后一年的扣税，算法存在分歧，有的是采用100元面值以上全部扣税的，有的仅计算最后一年含利息部分的扣税，造成一定的混乱。实际上，由于机构不交所得税，所以到期赎回时基本都可以在场内以接近赎回价卖出，比如唐钢转债到期赎回价为112元，最后几天的价格就非常接近112元，最终收盘价为111.72元。

究其原因，因为散户要避税，机构不用避税，最后几天时机构只要以低于到期赎回价买入，去掉有限的佣金成本，依然可以获得不菲的确定性年化收益，仍以唐钢转债为例，机构的收益是：



$$(112-111.72) \div 111.72 = 0.25\%$$

这个收益率不起眼，却是100%无风险确定性收益；计算年化收益，6~7天到账，年化收益率大约15%，以10天计大约9%，机构的佣金少，时间成本高，因此是很划算的。

既然有机构兜底，不妨把最后一年简化一下，不用考虑如何扣税，直接以到期赎回价+未到期前税后利息之和计算到期总收益即可。同样，税后到期收益率和税后到期年化也以此为基础。

为了说得更清楚，依然请一位嘉宾客串，本次出场的仍然是中海转债。为什么又是中海？因为它的出场费最便宜——最便宜的可转债，没有之一。

现在有请110017号嘉宾登场亮相：

到期时间	到期赎回价	利息	名 称	剩余年
2017-8-1	105	第1年0.5%,第2年0.7%,第3年0.9%,第4年1.3%,第5年1.6%,第6年2.0%	中海	4.61

中海转债发行日期为2011年8月1日，到期日为2017年8月1日，2012年8月1日已经付息一次，因此不计入计算，最后一年2%的利息包含在到期赎回价105元里，所以也不计入，因此到期前需要付息总共是：

$$0.7+0.9+1.3+1.6=4.5\text{元（税前，因面值为100元，利息率直接乘以100）}$$

散户需要扣除20%的每年所得税，到期前持有能得到的利息（税后）是：

$$(0.7+0.9+1.3+1.6) \times 80\% = 4.5\text{元} \times 80\% = 3.6\text{元}$$

税后到期总收益率就是：

$$(3.6+105) \div 88.73 - 100\% = 22.3938\%$$

注解：到期赎回价105元中含最后一年2%利息，按新方法无需扣20%的所得税。

除以剩余的4.61年，年化税后收益率就是：

$$22.3938\% \div 4.61 = 4.86\%$$

如果觉得还不好理解，再以比较简单的博汇转债为例：

到期时间	到期赎回价	利息	名称	剩余年
2014-9-23	107	第1年1.0%,第2年1.2%,第3年1.4%,第4年1.7%,第5年2.0%	博汇	1.75

博汇转债发行日期为2009年9月23日，到期日为2014年9月23日，到期前只有2013年9月23日的未付息，最后一年2%的利息包含在到期赎回价107元里，所以不计算，因此到期前中间持有的利息总共是税前1.7元而已。

散户需要扣除20%的每年利息税，到期前持有中间能得到的实际利息（税后）是：

$$1.7 \times 80\% = 1.36 \text{元}$$

税后到期总收益率就是：

$$(1.36 + 107) \div 99.57 - 100\% = 8.83\%$$

注解：到期赎回价107元中含最后一年2%利息，因有机构套利可视为接近107元卖出。99.57元为现股价。

除以剩余的1.75年，年化税后收益率就是：

$$8.83\% \div 1.75 = 5.04\%$$

这样计算，显然更加简单，省去了到期赎回扣税环节计算的麻烦（以公告为准）；同时，也更加贴近市场实际交易情况。

以后安道全发布的到期税后收益率的计算，都是基于此方式。此算法很适合可转债“面值-高价折扣法”长持。

最后强调一下：该公式为税后单利，复利因可转债利息较低，重复投入

对最后结果影响甚微（唯一例外的是高息的南山，但影响也不如纯债大）。此外，该方式不计算佣金成本，最终还有留给机构的一个小小套利空间，所以略有偏差，但无关大局。

# 第80节 安全的10元胜于赌博的10000元

每次安道全新理财师培训的时候，笔者都会先讲这个故事：

嘈杂的小酒馆里，正举行“俄罗斯轮盘赌”：每人出1000美元，左轮手枪只上一发子弹，开一枪，输者认命，赢者拿钱，观者下注。

有个小伙子想去参赛，旁边的人拉住劝他太危险了。于是他坐下了。

结果，上去参赛的人连续6人都平安无事，斩获数万美元赌金，左拥右抱，掌声如雷。

小伙子气得大骂劝他的人：“你让我白白错过了几万美元，还是6次！害人啊你！”

劝他的人羞愧地低下了头……

小伙子上去了，他也获得了成功，美元在手，美女我有。

劝他的人在所有人的嘲笑中落荒而逃……

小伙子继续乐此不疲，终于有一天，他听到：

……“砰”……

不会有人再劝他了，也不会有人被他嘲笑了，以前赢的N万美元瞬间=0，但他很快被所有人忘记，游戏依然在欢乐地继续……

在这个游戏中，旁观的人会有输赢，但不会死；劝人的人会被嘲笑，但很快会被遗忘；参赛的人99%的时间会是鲜花簇拥、光环罩体的英雄……

你选择做谁？

所谓安全的10元，就是出租枪支做赌具的人，以及每扎啤酒卖N美元的酒店老板。这个游戏只要有英雄，有参与者，有掌声和玫瑰，开赌场的人就会源源不断地有收入，他们会死在床上，或者医院，甚至天外飞来的陨石下面，但绝不会明天在冒烟的枪管下发出焦糊的肉味……

会有人嘲笑安道全——过去和未来一定会如此。不会有人因为安道全的

理念让其避免了某个看不到的危险而感激，反而不断会有新晋的股神拿着票子在我们眼前炫耀，有更多的“小伙子”切齿痛骂我们挡住了他发财的机会。这些我们都知道，因为我们都有过年轻的时候，我们也开过枪，骂过人……

股市不是只有6颗子弹的左轮手枪，它更像是装了1万颗子弹（中国A股不过3000颗）。看起来比1/6概率低多了，但子弹就是子弹，赌博就是赌博。万分之一的概率一旦降临到个人身上，就是100%的灾难。何况每年250个交易日天天交易的人？

我们会继续啰嗦，但不会奢望什么，笑骂由人，同道中人自然相逢一笑，莫逆于心，坐下喝酒。

“客官，您喝酒吗？一扎10元，安道全牌的……”

有人说看不懂，那么就直接点：

用“面值-高价折扣法”在面值以下买好转债，卖出转债，就是安全的10元，挣得少，可以持续；在130元、140元、150元以上买转债，和买正股风险差不多，价格可能继续涨到200元，也可能跌到100元，这就是不安全的；至于怀揣美好梦想，不知道自己买的是什么，买了以后烧香磕头盼暴涨，不涨就骂人的，就是赌博的10 000元。

这两天追涨高价可转债的人，可能会有感悟。巨轮2如果用120多元购买，跌到110元不要怪别人，风险自负；相反，如果以90多元购买，从126元跌到121元又有什么关系呢？

# 第81节 1年10%概率和3~5年90%概率：转债是到期近的好还是到期远的好

本文原拟为《新钢和石化您选谁？大赢小概率和长赢大概率》，早就写成，随着新钢转债5月和6月的走势，已经基本确定提前转股无望，此时再上，有马后炮之嫌；不如大而化之，谈谈转债到期远近的优点和缺点。

转债到期近的拥趸抱持的观点如下。

1. 由于到期近，上市公司时不我待，利益所在，动力很大。

由于到期近，一旦成功，年化收益会很高，节省了持仓的时间成本。

这样的想法似乎没有错，但潜在的大前提是：上市公司一定能转股成功，或者更直白些——上市公司可以随意操作股价。

如果说任何不以结婚为目的的谈恋爱都是耍流氓，那么任何不以转股为目的发转债都是打酱油。当然，我们都知道A股市场里哪个上市公司嘴边挂着素食。

不过，想吃是一回事，能不能吃到又是另一回事。在A股市场里，吃到嘴的狼很多，但吃不到嘴里的贼也很多，只是习惯上被忽视了：最近的就是全柴套利，转债市场上也有，澄星和唐钢幽怨的眼光正投过来……

因此，具体还是要看转债的上市公司是否具有大涨的条件，其中包括：

- 股性是否活跃。
- 是否有题材。
- 盘子大小，小盘股一撬即升，工行、中行那样的，想要1年内稳涨30%很难操作（当然他们也不需要），有资金量的问题，也有市场形象的问题，更有操作难度问题。

- 上涨需要的幅度是否很大，如果是股价严重低于净资产，那就麻烦了，别人需要涨30%~50%就能收工，它必须大涨100%甚至更多才行；低于净资产本身就说明环境不好，还需要比别人多涨，这是双重枷锁。
- 是否还不起钱。如果很容易借到，可能就得过且过了，国企尤其有此特征。
- 是否国企。国企面子比业绩重要，多一事不如少一事，与民企作风大异其趣。
- 大盘大环境是否支持。
- 转债占市值比的大小。

……

简而言之，一个高PB的有题材民企，很可能会在最后一年殊死一战，为了命运和前途制造机会进行提前转股；而一般的国企，一年半报告还不够打的，随便拆拆东墙就凑出来了，自然没有那么急迫。但最重要的还是以下两点。

- 大盘得支持：天下下刀子的时候“猴子”也不敢接，起码是走平或者弱反弹的时候。
- 容易操作：涨30%与翻番不是一个概念，让主板老弱病残和创业板新贵上涨难度也不是一个量级的。

最好的例子就是唐钢和新钢了。行业不景气，股价不争气，不是不想，实在是无能为力。灰太狼也是狼，只是生在不该出生的时间和地点：既生狼，何生羊！

问题可以再反过来想：为何这些转债拖了五六年还没有解决？本身就说明质地有问题！要么行业不佳，要么业绩太差，要么没有波动性……总之，一个股票长达五六年时间复权上涨波动没有超过30%一个月（哪怕是先跌下来，下调转股价再涨上去都行），是不是就已经很能说明问题了？为什么有的转债上市1年就转股成功？为什么大多数转债都是在2~3年内解决的？归咎于没有遇到反弹和牛市？不对！同期交易的转债绝对不只这两个，要赶上

大家都赶上了，要赶不上全都赶不上，何以唯独特殊呢？

无它，早转股的转债本钱好！——正股本身的弹性（业绩和波动性）出色。

因此，回到开头的问题：是到期近的转债好还是到期远的转债好？答案其实在问题以外：质地好的转债好！

何谓质地好的转债？我交的答卷是：股性好的，有题材的，盘子小的，高PB的（虚高也没事，暴跌会下调转股价），业绩好的，波动大的等。

这不是唯一答案，可以抄，但成绩单是市场老师用鞭子抽出来的。

两种分析模式最后可以分别回答这个问题：

首先是概率。以新钢和唐钢为例，最后一年难度极大，如果算是10%的成功概率，请问是选1年内有10%可能成功的呢？还是还有三五年到期，但是有90%的概率在这期间提前转股的呢？（虽然，按照面值折扣法两者均能保底。）

根据经验，说是三五年，实际上很可能提前，而且提前转股的往往涨幅大于快到期的。因前者往往是大盘向好或者业绩改善、题材爆发的自然结果，而后者往往是人工合成的添加剂，营养不良。

我的答案是三五年到期的，慢的未必不快，远的未必不近。

其次是质地问题。选股不能输在起跑线上。同样是50 000米长跑，不用到终点，可能在起跑线上，结果就出来了。何以见得？到期5年还没有解决的，往往是绩差生、问题选手。提前离场的，往往是高富帅。

试想一下，如果在起点选的是一个棒小伙，虽然中间可能掉链子、走走神，但跑到终点应该是没问题的；如果选的是一个康复中的病人，结果可想而知：您可以很人道地为他鼓掌加油，但奖牌显然无缘了。——谁是来给唐钢和新钢做啦啦队的？我们兜里都有马券。



是的，知道有人会问博汇。坦率说我也不知道结果，它比新钢好一些，但毕竟不是三好学生。我会选更好的，哪怕现在离我远一点，但毕竟场内  
有。

# 第82节 模糊的精确：期望值告诉你转债值多少钱

估值估值，价值是估出来的。既然是估算，就分歧多多，就难以适从。困惑的时候，不妨以简单有效地期望值估算一下自己心目中的转债价值。

以南山为例（仅为举例，不做推荐），南山的结局大致可以分成以下几个可能：违约，连本钱都不会给（已经是极端情况了）；到期还钱，123元（中间利息税后）；提前转股，140元，以其股性来说，算是较低了；提前转股，较为成功，在170元以上；到期转股，为什么是130元？因为到期价值123元，不涨到这个123元以上，谁会转股？

如表7-21所示，分别填入自己心目中事件发生的概率，然后以概率×价格，得出期望值，并最后汇总。

表7-21 期望值计算

南山转债期望值计算			
事 件	概 率	价 格（结果）	期 望 值
违约	5%	0	0
到期还钱	10%	123	12.3
提前转股1	30%	170	51
提前转股2	40%	140	56
到期转股	15%	130	19.5
汇总	100%	理论期望值	138.8

得出的结论是理论价值138.8元。

如果相信这个结果的话，那么以100元还是104元买南山转债，还那么重要吗？

当然，结论不是唯一，因为每个人心中都有不同的概率和价格。

当然，南山完全有可能跌到90多元甚至更低。

当然，我不会一次全仓南山，我是有思想守纪律的人。

最后，不是劝您买南山，南山这条示范的未成年小鱼还得给大自然，鱼竿和鱼篓送您了，钓上鳄鱼还是美人鱼都归您。

# 第83节 可转债超额收益何来：130元、140元不是天花板

近期雪球财经对可转债的讨论渐渐多了，但有些朋友不理解可转债为何物，或者不理解可转债“面值-高价折扣法”的原理，对可转债的超额收益颇多疑虑；既不愿意花时间看《可转债投资魔法书》，又希望笔者用微博的字数讲清楚（惭愧无此大才，但如果仅用140个字就讲清楚的东西，能放心用身家投资吗？），因此再次在此做一个解释：可转债超额收益何来。

保本是可转债的第一个特性，其第二个特性是：提前转股极易发生，是极大概率事件。何以见得？因为有可转债的“强制赎回条款”。

“强制赎回条款”的基本思想是：在转债转股期内，如果正股市价在一定的时间段内，连续高于当期转股价的130%，那么上市公司有权按照约定价格（一般是103元）赎回全部或部分未转股的可转债。

## 1. 一旦发生，必定转股

一旦满足“强制赎回条款”，意味当时股价在转股价的130%以上，可转债价值必在130元以上。此时如果不卖出转债或者转股，将被以103元以下的价格强制赎回，转债持有人别无选择，只能转股。这就意味着上市公司把所有可转债的债主变成了公司股东，而且是资源的！

## 2. 一旦转股，利益巨大

转股一旦发生，上市公司受益之大无可质疑。可转债少则几亿，多则上百亿，像新钢和南山转债规模是市值的50%，完成转股等于不但免除了债务和利息，还能把欠债一举收入囊中，把债主变成了股东，无益于一次成功的大规模增发。

反之，如果选择到期还钱，不但坐失一次大规模融资的良机，还要吐出大量现金还本付息，极大地影响企业的经营运作和资金流。

因此，上市公司有极大的利益驱动去完成转股，而且越早完成越好，可以少付息，还能提前任意支配资金。换言之，面值持有可转债，5年之内出现130元以上的机会极大！

事实上，所有已退市的66只可转债中，只有1只从未上过130元（山鹰转债最高123元）。

### 3. 一旦转股，远超130元

理论上，正股价超越转股价130%即可，但上市公司不是上帝之手，可以随意抬升股价到任意价位，只能尽量做多，出尽全力，务使远超130%，而且还要保持20~30个交易日，因此实际情况是即将触发强制转股期间，转债价格远超130元，往往是160元、190元、200多元，遇到牛市或者反弹，300元~400元也不少见。如表7-22所示。

表7-22 转债价格区间的数量与占比

价格区间	符合数量	占比
130以下	1	1.54%
130~160	17	26.15%
160~200	21	32.31%
200~250	12	18.46%
250~300	6	9.23%
300~350	5	7.69%
350~400	2	3.08%
400以上	1	1.54%
算术平均值	209.98	
200以上	26	40.00%
130以上	64	98.46%
140以上	62	95.38%

### 4. 触发强赎，极易做到

既然利益巨大，上市公司必然有促成转股的冲动。理论上，触发强制赎回也不难做到：首先，可转债存续时间五六年，其中出现牛市和反弹的概率极大，点位低时发行尤其如此（从这个角度讲，南山铝业是有一定眼光的，虽然并非初衷）。其次，上市公司通过业绩改善、释放利好、行业景气、遭

遇题材等情况，不难在五六年内，有一次以上的机会做到股价超越转股价的130%以上。最后，利益所在，上市公司极有可能通过财务和市场操作达成条件，放大收益。

因此，在中国这种波动极大的市场中，在五六年内完成触发强制赎回不难做到。

## 5. 历史数据，铁证如山

理论如此丰满，现实也绝不骨感。在已经到期的66只可转债中，仅有两只到期赎回，其余64只全部提前转股，成功率达96.97%。

## 6. 最低30%，上不封顶

由于强制赎回的条件是“保持股价在转股价130%以上30天”，而可转债又有看涨期权，因此接近强制赎回时可转债的价格往往在140元以上，最高甚至400元。部分可转债最高价如表7-23所示。

表7-23 部分可转债最高价

债券名称	历史高价(元)
凯诺转债	295.00
华发转债	299.00
华电转债	299.99
南化转债	300.00
桂冠转债	310.00
创业转债	327.98
恒源转债	335.00
韶钢转债	349.99
招商转债	350.00
丝绸转债	371.96
锡业转债	400.00
海化转债	459.98

不仅如此，可转债转股以后还能继续持有正股，如看好正股长期潜力抑或中期题材，可享受股票继续上涨的收益，近乎“上不封顶”。

例如招商银行在2004年11月10日发行招行可转债，转股价9.34元，中间

不断下调，最终到4.42元。2006年9月招行可转债价格最高9.55元，如果持有转债转股卖出获利净赚116%。即使到2006年9月29日招行转债退市时卖出，也能获利69.08%，此时距招行转债发行不过1.88年！

如坚定看好招商银行，用面值100元可转债转股以4.42元买入招商银行股票，继续持有，待到了2007年11月7日——股市最高点时——招商银行的股价是46.33元，是4.42元换股价格的10.48倍！

## 7. 提前转股，年化更高

可转债转股的发生是大概率，存续期间上130元概率更大，但并不代表一定会在最后一两年完成转股。而一旦提前完成转股，尤其是在买入的1~3年内完成，会极大地提高年化收益率，以及资金的利用率和周转率。如表7-24所示。

表7-24 可转债提前转股交易时长的数量及占比

交易时长	符合数量	占 比
1年以内	12	18.46%
1~2年	13	20.00%
2~3年	16	24.62%
3~4年	12	18.46%
4~5年	12	18.46%
5~6年	0	0
平均值	2.60年	
总数	65	100%

## 8. 机会多次，不待转股

事实上，在长达五六年的存续期间，可转债往往会遇到多次转股的机会，不仅是只有转股事实发生的一次才能赚到30%以上的收益。根据“面值-高价折扣法”的原则，这些波段基本都能稳稳抓到，等于无形中放大了单只可转债的收益。

## 9. 即使不转，未必不赚

以2012年12月即将到期，而且很有可能到期赎回的唐钢转债为例，如图

7-8所示。



图7-8 唐钢转债

实际上根据交易模型，应该早在100元附近买入，在140元~154元卖出，稳赚其中的40%~50%收益。

再以目前尚未到期的却很有可能到期赎回的新钢转债为例，如图7-9所示。



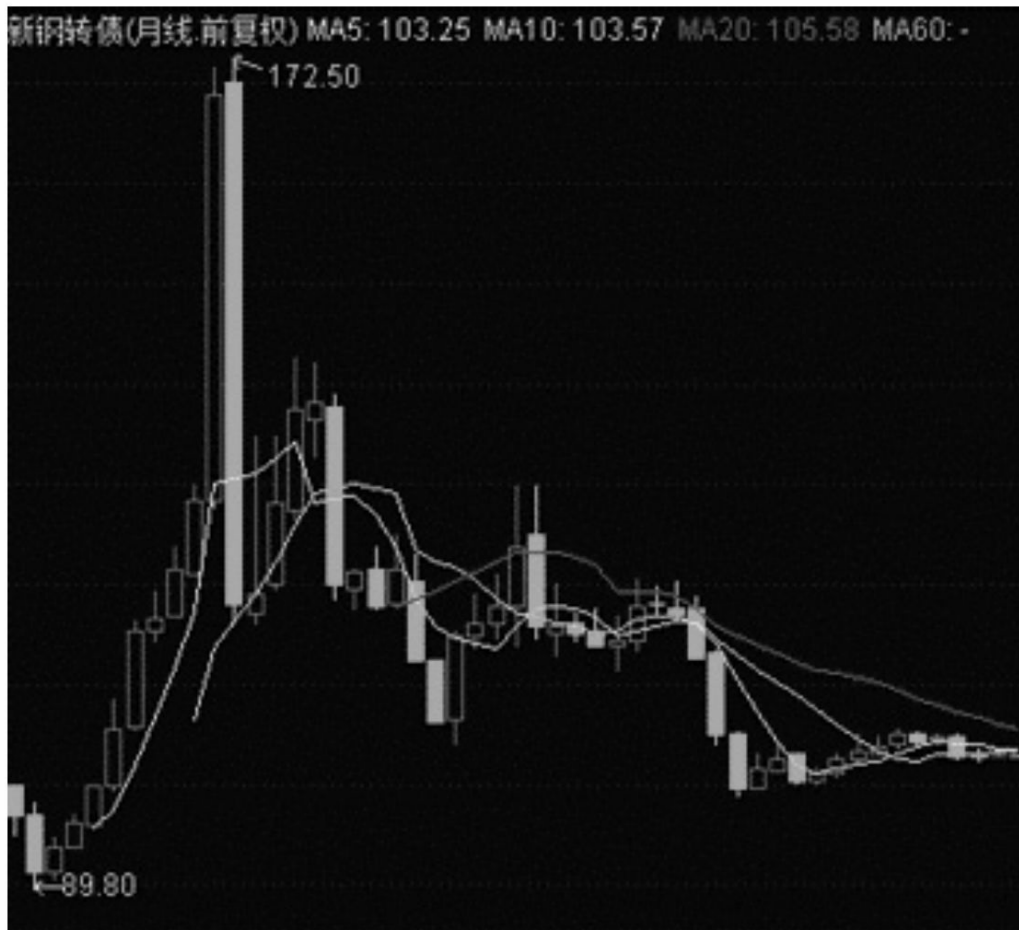


图7-9 新钢转债

在面值以下买入，虽然新钢转债冲上172元后未能转股，但根据模型当价格在150元~160元之间必须抛出，稳获50~70%的收益。虽然可转债尚未到期，但收益已经提前落袋为安，而且后面还有可能再次出现机会。

结论：

受益大，概率大，易完成，何乐而不为之？事实证明，发债公司100%都有强大的转股愿望，很多甚至被列为公司当年的重大工作事项（如新钢、唐钢、南山等）。可转债在存续期间提前完成转股，绝对是大概率事件。在这个博弈中，上市公司融得巨资，持有人收获利差；上市公司吃肉，持有人喝汤，这在A股市场中是个难得的确定性双赢之局。

附：概率大并不代表100%一定会完成，但以一两次不成功的转股，而对64次成功转股视而不见，是更大的“杯具”，所谓见针孔而不见泰山。更何况，即使不转股，按照“面值-高价折扣法”模型也是不亏损的。

## 第84节 转载：《通过正回购，杠杆买入可转债的方法》

有网友咨询如何通过正回购杠杆买入可转债，下面介绍方法。

1. 在券商开通正回购资格。

2. 买入可转债。

3. 质押可转债（每个可转债有质押代码，填卖出），获得标准券（按中登的折算比例来），此时你的可转债就质押入库，同时交易软件出现折算出来的标准券。

4. 做正回购。例如买入204001，就是做1天正回购，数量填你折算出来的标准券 $\times 0.9$ （交易所规定，为控制风险，只能使用90%的标准券），选择买入，价格填你想要的利率。如果成交，相应的资金就到你的账户中。举例100万中行可转债，质押后，大约能融资60万元。融资后的钱，可以再买可转债，例如再买中行转债，就可再获得60万可转债，此时你就有160万中行转债，相当于1.6的杠杆。新买的60万可转债，还能够再质押入库，然后再做正回购，第二次大约能融资40万元，再买中行的可转债，此时你就有200万中行转债。新买的40万可转债，还能够质押，然后再融资20万元，如此反复，最终杠杆可以达到2.3左右。

5. 正回购续做。第二天，回购到期，你的标准券解冻，同时账户显示负金额，例如融资100万，账户会显示-100万元，此时你必须续做，否则会出现欠资，那不仅要罚款，正回购资格也会被取消。续做很简单，拿你解冻的标准券质押，续做正回购，融入的钱冲平上一笔正回购金额外加利息，账户金额显示为正即可。然后每天续做，周而复始。

6. 出库。某一天可转债大涨，例如中行可转债涨到120元，你不想做了，可以将抵押入库的中行转债出库，此时买入中行转债（中行转债的质押代码），你的中行可转债就出库了，此时可以卖出全部或者部分中行转债，

并冲抵正回购借款。

回购买入可转债的收益=转债总数×(转债卖出价格-转债买入价格)×杠杆比例-(正回购利率/360)×总资金×(1-杠杆比例)×投资时间

例如：

2013年1月1日，投入96.5万元，买入中行可转债1万张，每张价格96.5元，同时做正回购，提升杠杆比例到2。2014年1月1日，中行可转债价格上涨到106.5元，正回购利率为3%。

则赢利=10000×(106.5-96.5)×2-3%×96.5，大约等于17万，赢利17%，如果不做杠杆，则赢利10%。

当然，如果2014年中行可转债的价格还是96.5元，则做正回购1年亏3%，但因为中行可转债纯债收益有4%，所以最差情况，持有中行可转债，做2倍杠杆，也能赢利4%×2-3%=5%。

全文请见[http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_4dd330190101dg69.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_4dd330190101dg69.html)，仅供参考。

## 第85节 2013年：可转债无负于投资者，投资者自负于可转债

“今年搞可转债太惨了。民生转、南山转，深套中，郁闷。”

惨？2013年吗？

最高188元的美丰，102元、112元的可买入价格，145元~178元的可卖出价格；

最高140元以上巨轮2，最低90多元的可买入价格，130多元的可卖出价格；

最高145元的国投，最低90多元的可买入价格，130元的可卖出价格；

最高138元的中鼎，没有提前转股成功，最低102元的可买入价格，130元的可卖出价格；

最高147.77元的海直，没有提前转股成功，最低100多元的可买入价格，130多元、140多元的可卖出价格；

最高146.49元的重工，没有提前转股成功，最低100多元的可买入价格，130多元、140多元的可卖出价格；

最高135.55元的川投，没有提前转股成功，最低80多元的可买入价格，多次130元的可卖出价格；即使从2011年930持有到今天，130元卖出，也能得到44%多的收益，年化22%以上。这是一个比较中性的转债，但恐怕债基和股票基金能跑赢的似乎不是很多。但其中的省心之处不谈，操作少多了（两年多也就两三次）。

今年肯定不如2006年—2009年那些辉煌的转债年代，但大幅跑赢2012年已经是确定无疑的事情了。

笔者认为偏见他们不是真正的“中国转债”，大象的身材，树懒的惰性，不回售的“国际化接轨”，但100元以下，保底是100%的，收益是市场给的，用好了杠杆也有收获，但笔者没有预测市场能力，不敢妄自揣测收益率。

2011年以来重仓的转债，巨轮2蜕化成功，海运虽然年化不过5%但仍然值得坚守到130元以上，基本错过国投，中鼎满足条件一次，重工满足条件一次，川投满足条件多次，部分减持成功。

轻仓的美丰和海直都上过130元，对资产贡献不大，姑且不论。其余的，以“面值-高价折扣法”算来，年化虽然不理想，但没有一个浮亏的，到期估计99.99%也不会产生亏损（当然，买入前提仍然是三条安全线）。

如果买到中海、歌华、石化、中行、工行等，2013年顶多是做了一个过山车而已，然而人不能以1年定英雄，转债也如是，生命周期是5~6年，他们仍然含有爆发的期权和基因（部分转债）在内。虽然笔者不看好大转债，但大转债也会有春天，只是春天不一定会在一年内，更不太可能买入后就在预期时间内自动化爆发。

买转债的意图是保底前提下的超额收益，如果做成波段和预测，那么何必买入转债呢？正股和期权、期指不是更好吗？

以5年之青春，待一次以上之爆发，对于一个有点质地、有点题材、有些理想的上市公司来说，仍然、绝对是大概率。

可转债无负于诸君，然以盾牌之功能不顾，而用之如导弹，非诸君自弃于转债欤？

# 第86节 概率的美丽与哀愁：脑袋是概率的，情绪是线性的

概率是面对不确定性领域的司南。

人类的认识是不断扩大的，但确定的东西（已知）越多，不确定的东西（未知）也越多。

在确定性的内湖中游泳，普通数学是好友，平静无波，井然有序；在不确定性的海洋中泛舟，波浪滔天，还有怪兽；这时候数学晕船，经验呕吐，起码要有一个方向吧？概率有用了。

换言之，概率从来就是和不确定性如影随形的；如果一个事件已经确定了，就没有必要上岸后，还扛着游艇参加Party了。

（吐槽一下：比如，发改委公告明天汽油涨价N元，发改委公告明天水价涨N元，发改委公告明天燃气价涨N元.....这不是概率，这是那啥，你懂的。

或者政府听证会，第1次涨价还能说是高概率；N次后，哭的不止是概率。）

概率的美丽在于，在暗无天日的怒海中，总能有一颗明亮的北极星默默指引方向，虽然很大致，但大致很不错。

概率的悲哀在于，它毕竟只是指月亮的手，而不是月亮；毕竟只是司南，而不能代替乘风破浪。有，总胜于无；但试图取代上帝，那就后果很严重了。

在投资上，概率经常无辜被骂。

原因就是司南的身子，保险公司的命；民工的薪水，CEO的命。这其中，绝大多数都是误会。

误会一：概率（或大概率）不等于一定发生。

一般人都明白这个道理，但一般人都实际接受不了这个事实。

比如赌大小，连出了19把“大”后，是不是“小”的概率很大？是的，但很大并不等于一定（100%）发生！如果第20把仍是“大”的话，依然是符合概率的（虽然概率小）！即使是连出99个“小”也一样！这一点，在赌博前1000年和赌博后1000年都是不变的，入局之前，得做好基本功和心理建设。

在投资上也一样，概率大小只能决定“本次”是否值得投入；但绝不能决定本次投入的收益！如果有一个固定的心理收益线，那基本是妄想（哪怕成真）。

比如套利攀钢钢钒、新钢转债、唐钢转债等，都是如此。不能因为没有出现最好，甚至中间的结果，就否认概率失败了；同样，也不能如果本次出现了最好的结果，就认为以后都是最好的结果。

这不是概率，这是简单的线性经验论。

常识：大概率不等于一定发生；小概率不等于一定不发生。

这才是概率的魅力之处：来源于不确定，终结于不确定。

误会二：概率（或大概率）不等于马上发生。

概率一般有个特点：时间越长，发生的概率越大。

比如您的未婚女神，是1年内结婚的概率大呢？还是10年？比如一只可转债，正股是3年上涨一次30%多的概率大呢？还是半年？

如果是同一个标的的话，一般来说是时间长的概率大。

但概率大的反向就是：可能时间长。可能时间长的意思是：可能时间长，也可能时间短；不是一定时间长。

比如娶了一个太太，婚前体检双方都健康的话，生小孩是绝大概率。但是，无法预知是第一年生，还是第二年、第三年、第十年生。显然，如果太太五六年未生育的话，是符合概率的，正常人也不会因此休妻再娶。

而可转债类似：到期时间一般五六年，实际到期转股的仅有三四只，大部分在3年内转股成功，有的仅仅0.6~1年就强赎了。

整体看，历史提前转股概率很大：不到70只，60多只成功，概率在90%以上。但是，发生时间不确定。

是不是很像女人生小孩？5年内概率很大，哪年生不确定。

这个常识要知道，还得见诸于行动。没见过结婚半年就为了不能生小孩休妻的，但买了几天就嚷嚷退股的，还少见吗？

革命不是简单的请客吃饭，投资当然也不是。当天买入，几天几月翻番——扪心自问：上辈子上帝欠了您多少钱啊？

作为概率论投资者，能做到的就是只下概率大的赌注，做好最坏的心理准备。真正的结果和过程，谁知道呢？

什么是最坏的心理准备？

有请金庸大师出场，目击证人：令狐冲。

《笑傲江湖》中，魔教诸长老被困于华山绝壁，大多人等死或问候华山派，唯有一位用巨斧开山，凿洞数十尺，仅剩数寸力竭而死。

这位长老开山的概率就是不确定性的：

可能开100斧，就成功了，可能需要300斧，也可能需要1000斧。

最终结果是只差几斧就成功了，但开凿前，确实没人知道结果。概率可能发生在第一斧，也可能在发生在第999斧。砍1000下，一定会成功，但很多人等不到100下，甚至只砍两三斧。仁者！概率没有骗你，是你辜负了概



率。

这位长老是最值得敬佩的概率实践者。他是命运的弃儿，但不是概率的Loser。虽败犹荣，立地成碑。

其他几位长老武功或有过之，智慧大大不如。凿洞失败和等死一个下场，但如果稍微有个人帮一下就能成功脱出生天。概率虽小，利益巨大， $概率 \times 结果 = 期望值$ ，期望值显示这是一项很值得“投资”的操作。

可以说，魔教九长老死于不懂概率，一长老死于队友不懂概率。

如果魔教诸长老、令狐冲或该书读者能洞彻所有这一切不过是金庸先生写的一本书，可以立即入禅入道。

令狐冲知道金庸么？贾宝玉知道曹雪芹吗？

上下5000年，庄周夜夜化蝶，如来句句说梦。

因此，我们不能对概率说：你提前实现了最好结果，我就承认你，歌颂你；你实现时间稍晚，我就不承认你；甚至你没有完成我心目（妄想）中的规定动作（收益），我要骂你骗子，还要你赔钱！这才是比学霸还学霸，比强拆还强拆啊！

正解：大概率等于足够长时间下，早晚会发生。

该来的总会来的。

春来草自青。

这是对概率的最好注解。

概率的最大敌人：

概率的最大敌人是人性，因为概率是反人性的。

我们的脑子是可以百分比的，身体却只能100%。

我们在道理上（概率上）都很明白：成者为王，败者为寇，五五开（别较真，举例泛指而已）；但在身体上，不可能做到左半身未央宫聆听“万岁万岁万万岁”，右半身在地窖K歌“虞兮虞兮奈若何”。

同样，我问您暑假度假去哪里，您说可能南极、可能夏威夷、也可能澳洲，但最终结果只能三选一，不可能身体的1/3在追企鹅、1/3在看草裙舞、1/3在喂考拉。

我们的脑子是概率的，身体却是线性的，情绪也是如此。

怎么办？

我们只能追求知行的合一，既要全心+真心接受概率的美丽，也要全心+真心接受概率的无奈。这就像是一个手掌的两面，不能给我快递两个手心，不要手背。

所以，投资如选择伴侣，既要看到光彩，也要见得缺陷。女神的脸孔能享受，女神的脾气也要能享受；对方的幸福要分享，对方的不幸也要担当。心里有数，才能举案齐眉到白眉。

反例：市场上，能接受转债放烟花（强赎），但不能接受转债只放个屁（到期赎回）。

虽然：女神曾经为你奉献最好的青春，转债到期为你100%保底+微利。

虽然：女神90%的青春是美丽的，转债90%多的归宿是放烟花的。

遇人不淑，女神很无辜，转债很无奈，概率很委屈。

概率是美丽的，虽然不一定每分钟都盛开。

在概率的路上走，不一定有风景；但离开了概率的路，一定有风险。

中国转债也是美丽的，正负两个概率，她已经自动去掉了一个最坏的结果——亏损，非胜即平，举世罕有，就不要再妄想了。如果只剩“立刻上

涨”一条路，哪里还有普通人的一杯羹？早就侯门一入深似海，从此散户是路人了。

概率是哀愁的，哀愁的是千里马耕地，西施女浣纱，明珠投暗，煮鹤焚琴，只能是“飞红万点愁如海”、“一江春水向东流”了。

中国转债也是哀愁的，概率已经极端偏向投资者了，如同一个豆蔻少女已经向墙外少年明眸善睐三笑（三线）留情了，还等着她拿房产证、银行存款和宝马钥匙来夜奔么？（作孽啊，上帝欠你多少钱？）还是等她扑到怀里说“大爷，来玩吧”？“骚年（少年）”，你不懂爱情（投资）。没有付出的感情不是感情，没有付出的投资不是投资。

概率之美，在简易，在常识，在坚持笃行，在“大器免成”（没错，不是“晚”）；概率之哀，在早退，在妄想，在中途辍学，在“一见杨过误终生”（短线暴利诱惑）。

概率是美丽的，概率是哀愁的。

因了解而美丽，因误解而哀愁。

一灯明万户，一解解千愁。

实际上，概率既不会自认美丽，也不会自我哀愁。

美丽与哀愁，始终来自使用概率的人。

若能倾心相知，相守不渝，则概率白首只如初见，终身美丽；

若只是心血来潮地调戏，始乱终弃地势利，则概率终归不过记忆中“一个丁香一样的结着愁怨的姑娘”。



---

## 第8章 您可以从本书得到更多

---

通过阅读本书，读者不但可以彻底了解可转债这个投资产品的相关知识，还能轻松获得数个价值千金的可转债投资组合，投资者只需简单地照方抓药、按图索骥即可坐拥金山。很容易，而且绝大多数都是免费的！虽然免费，却是许多专业人士千锤百炼出来的绝世好剑，历经投资市场的战火洗礼，投资者不要因为得之易而视之轻，善加利用必有大成。

本章将会做一个总结，检点一下本书的大礼包里究竟有什么样的礼物！

# 第87节 本书重点推荐的可转债投资方法和组合

本书介绍了可转债投资的三个流派：

- 安全分析派
- 期权定价派
- 规则套利派

出于安全的考虑，本书最推崇安全分析派的投资方法，但并不排斥其他投资流派的可取之处。并为本书读者重点推出了8个可转债投资方法和组合，请参见本书的“第5章+最简单的投资：唾手可得的5+3个投资组合”。

本书重点推荐的是改进型的安全投资方法——“面值—最高价折扣法”：

“面值—最高价折扣法”是本书通过统计组合出来的一种简单实用的可转债投资规则，其基本原理就是：在面值附近买入，在价格突破130元或者140元以后，当之前出现的最高价跌到90%或者下跌了10元后，选择卖出。非常简单，极易实现，但效果绝对不凡！具体请参见本书“第38节最省心的组合：“面值—最高价折扣法”。

这个投资方法简单得不能再简单，容易到不能再容易，而且非常安全，适合所有投资者。

除此以外，本书亦推荐另外两个各具特色的可转债投资组合：

- 王印国分析师的和讯可转债公开投资组合

请参见本书“第37节 王印国分析师和讯可转债公开组合”，请注意本

组合属于期权定价派，风险中等；定期更新，免费公开。

- 安道全的可转债自动投资套餐

请参见本书“第39节 安道全理财师的自动投资组合”，本组合属于安全分析派，风险很低；由专家人工指导，更灵活和人性化。

## 第88节 本书重点推荐的可转债基金

除了直接投资可转债，购买可转债类基金也是一个不错的投资方式。一次申购以后，长期持有，无须频繁跟踪操作，更加省心省力。

本书重点推荐的是兴全基金公司的可转债三剑客，其他可转债基金可作为备选。

- 追求利润的激进用户建议选择兴全可转债基金。
- 追求绝对安全的用户建议选择兴全保本基金，在保本期间购买更安全。
- 兴全合润A基金只有在1元以下购买可安全套利，而且越低越好。
- 富国基金擅长债券投资，华安基金的华安宝利配置混合基金长期业绩出色，易方达基金的研究实力雄厚，因此三个基金公司旗下的可转债类基金可择优作为备选。



# 第89节 特别奉献：《安道全理财周报》特别优惠

“面值买入—最高价折扣卖出法”是一个全自动规则；王印国分析师的和讯虚拟投资池，是经过系列复杂计算以后人工得出的一个半自动组合；D壹理财师的可转债套餐服务与两者不同，它更依赖于专家团队的群体智慧，并提供更加灵活的人性化即时服务。

“D壹理财师可转债自动投资理财套餐”包括如下服务（部分），如表8-1所示。

表8-1 D壹理财师可转债自动投资理财套餐

服务项目 (每月收费, 半年、年套餐更优惠。)	十元套餐	二十元套餐	百元套餐	千元套餐	备注
每周可转债买入卖出建议	√	√	√	√	更多细节请参阅本书官方新浪博客: <a href="http://blog.sina.com.cn/hj10n">http://blog.sina.com.cn/hj10n</a>
每周可转债投资价值表(彩信)	邮件	√	√	√	
新可转债上市提醒	√	√	√	√	
可转债重要公告提醒(赎回、下调转股价、回售)	×	√	√	√	
正股套利机会和风险即时提醒	×	×	√	√	
可转债重要交易机会提醒	×	√	√	√	
“面值买入—最高价折扣卖出法”动态跟踪提醒	×	×	√	√	
《理财周报》+更多低风险套利机会提示	×	×	√	√	
VIP一对一沟通	×	×	√	√	
自订交易规则动态提醒	×	×	√	√	
独特的VIP保本保险承诺	×	×	×	√	

“D壹理财”团队2012年将重点由个人理财全面转向专户理财，网站和博客已不再公开订购入口，本书特别为读者争取到了一个特别优惠码，可以半价享受六个月的优惠服务。

如何订阅：

读者只要加安道全理财师QQ：2516622719为好友，务必注明“读者六折优惠”，即可六折订阅《安道全理财周报》以及相关理财服务，仅限2014年当年有效。

# 第90节 简单、安全、快乐的投资， Let's go

还记得本书开始时的承诺吗？如果您忘记了，不妨重温一下：

告被上市公司再三、再四、再千玩弄的普通投资者们：

是时候结束这个悲惨的游戏了！

我们不是游戏规则的牺牲品，我们不是猫鼠游戏中的鼠辈，我们的命运也不再注定是血淋淋的割肉人！

在即将开始的这个新游戏里，我们才是游戏的真正玩家，我们才是百变自如的灵猫，我们才将是主宰上市公司命运的投票人！

这不是虚言，不是妄想，更不是白日梦。实际上这个更加公平的游戏一直在进行，只是在不为人知的角落里罢了！

在这个游戏里，规则更倾向于普通的投资者：

- 你可以有保底，即使指数腰斩你也能拿到本金！
- 你可以上不封顶，指数翻番照样能拿到100%的红利！
- 上市公司会拼命做业绩、放消息，无论是真是假，只希望你的这只股票最差最差至少要保持30%的涨幅20天！
- 你所要做的事情就是：到点买入，到点卖出。无论股市风云变幻，只需淡定持有，自有上市公司上蹿下跳、殚精竭虑为你打工，拉抬股价！

请记住这个伟大的名字：可转债

让我们从这里开始，一个更好、更容易、更轻松的投资工具，一个前所未有的投资新世界。

阅读这本书所花费的时间，可能是你做过的最好的、最安全的投资！

运笔至此，掩卷沉思，我认为本书已经达到了这个目的，相信阅读完全书的读者，也会“于我心有戚戚焉”！

长缨在手，将缚苍龙。可转债这个利器已经执于君子之手，如何以之齐家、理财、实现财务自由和生命自由，就看掌握的人如何使用啦！金箍棒在手，悟空，你还在等什么？是大闹天宫，还是西天取经，唯君所愿！

最后，不要忘了我们的口号：

简单投资！公式投资！自动投资！安全投资！立于不败的投资！

一句话，永远快乐地投资。从打开本书开始，也从放下本书开始。让时间和实践来检验本书所说的一切吧，让所有有缘看到本书的人出发吧，Let's go！

# 附录A 读者热门问题答疑

作者在**2014年3月23日**北京讲座后收到的来信较多，在此做统一回复，谢谢！

1. “面值-高价折扣法”是《可转债投资魔法书》的精华，但有点简单，我在《安道全周报》里发现与其有些出入，买入价、卖出价定得较低，能否解释一下是不是方法已经改进了？

答：如您所说，确实“面值-高价折扣法”是《可转债投资魔法书》的精华所在，这个原则是不会改变的。不过，世界是变动不居的，在对可转债正股有了深入研究之后，投资人对可转债的转股时间和股性会有进一步的认识，进而做出更有效率的投资决策。这就是“三条安全线”，可以看做是对“面值-高价折扣法”的随机应变和具体而微，但肯定不是颠覆和改弦易辙，不妨看做1.5版吧。不过确实因人而异、因转债而异、因风格而异。

2. 美丰最高见155元，你们在136.75元，或者145元就走了，还有必要开讲座吗？

答：有喜欢吃鸡头的，就有喜欢吃牛尾的，我们喜欢吃和能吃的是中段。能够在155元短线卖出的人，是极少数人；而面值折扣法普适于所有懒惰、愚钝和没有时间的大多数人。此外，在155元走的人，未必能从105元一路持有到155元，即使有，也未必有时间开讲座，所以给了我们这样仅仅吃到30%~40%利润的小富即安者以讲座的机会。（补充：美丰最高188元，几率在136元、145元、178元走三次）。

3. 您能推荐一些很好的可转债投资书籍吗？我很喜欢低风险投资，希望做您的好学生。顺便问一下您的老师也就是我的师爷是谁呀（偷笑）？

答：做老师，不敢当。目前确实没有很值得推荐的可转债投资书籍，因为国内这类书籍本身就很少。不过关于低风险投资，有很多值得阅读的经典，包括《黑天鹅》、《憨夺型投资者》和花荣先生的盲点套利系列。我的

老师是世界上最好、最严格的老师——股市，我得过小红花和口头表扬，也挨过耳光、站过墙角。您应该是我的不同班同学。

4. 美丰太牛了！170元了，谢谢安道全，谢谢美丰，谢谢可转债！您有地址吗？我给您发锦旗！

答：谢谢，同样发来贺电的外国领导人还有XXX和YYY……（此处省略1000字）是的，同样发来表扬信的还有我们的投顾，因为买入量大，150元没有卖出的仓位，没想到居然还有机会170元卖出。可转债永远有惊喜，不是更低的买入价，就是更高的卖出价，太理智的人（如我们，不是夸，是批评，继续往下看），反而不会收益最大化：不会在104元瞬间重仓，也不会170元乃至更高价精准全部卖出，只能享受平均买入价109元~160元之间的收益。同样感谢中国有可转债，感谢今年有美丰，晚上清点部分战利钞。美丰很负责任，有锦旗请快递到四川。

5. 安道全为什么不太看好银行股？好像对石化转债也不太感冒？可是我觉得这些反而都是基金重仓的品种啊？

答：基金限于规模和流动性，只能重仓大转债。比如恒丰、海运这样的，总量不过区区几亿，成交量清淡之极，几十亿的基金是想买都买不到的。关于银行，特别是工行和中行，由于其稳定性和市值决定，不太可能走出巨幅波动，而这恰恰是可转债获得超额收益的大忌；一旦走出稳步微升的年线，最终年化收益未必好，一旦到期转股而不是提前转股，持有人虽然保本，但所得太少，不值得。这种情况以前从未发生过，因为以前没有几百亿的大转债，但不得不防。（目前好像从来没有人讲到这种可能性）。

当然，安道全不是不看好银行和石化转债，恰恰相反，如果他们给出很好的价格，我们也很乐意搭车，比如2011年8元左右的时候；但整体来讲，我们更喜欢在山脚上车，在更高的山峰上下车，而且最好有进山保险。

6. 个人投资者能够跑赢基金吗？为什么？你们跑赢了吗？

答：能跑赢基金。因为基金体量大，转身难，怕挤兑，被迫做波段，

他们对恐惧和贪婪的体验其实比散户更强，何况还有排名和下岗的鞭策。过去5年，我们很幸运地跑赢了，但2012年可转债仅能做到全身而退而已（虽然可以在分级A中得到补偿）。未来，我们有信心99%不亏损，赢利多少看中国的命运，但没有兴趣和任何人比较，那只会影响灵台的清明，胜利后的谈资而已吧。

7. 我是安道全的客户，我发现你们的收益很少是短线的，基本都是中线和长线，即使是最近爆发的美丰，也有两个月的时间，以前的双良套利也要5个多月吧，是不是不太擅长做短线啊（偷笑）？

答：确实如此。我们都不太擅长做短线，但更重要的是短线做预测的概率不高，我们还是习惯做大概率发生的事件博弈，而短线投资者往往会把长期价值给出较低的短期价格来。此外，由于概率大、准确率高、有保底，所以敢于重仓，往往要比小赌怡情的小量、短线收益更好些。但确实有人在转债上短线做得很出色，可能是天赋。羡慕嫉妒+围观中.....

8. 能否针对个人的持仓给予一定的建议？

答：持仓配置是一个严谨而慎重的事情，关乎投资人个人的风格偏好和资金性质（大小和时间等），尤其还涉及投资人的个性和心理建设，乃至家庭和事业的资金调配，不能一概而论，更不能泛泛而谈。我们往往是在对投资人进行深入地了解和倾谈之后，才敢提出一些系统的书面报告。有时候，适合A的建议，不一定适合B和C。投资如战场，死生之地，身家大事，不可不慎，没有包打天下的方案的。

9. 安道全的“三条线”概念很好，希望详细讲讲三条线设置的依据，我觉得同是安全建仓线，有的可转债设得很高，有的可转债设得却很低；重仓线也一样；而且加仓线有点模糊，希望详解。

答：谢谢。三条线的设置的确是安道全的独到之处，分别对应了可转债的安全买入线、安全加仓线和安全重仓线，对可转债的安全投资具有重要的参考价值，也是我们在投资实践中的一点经验。不过这个东西，确实因人而异、因转债而异、因风格而异，激进者可以更激进些，稳健者可以更稳健

些，相对来说我们对大盘和低PB转债稳健些，对看好的高PB转债激进些，不能一条竹竿量遍天下，建议还是根据具体情况自己设置。但个人建议，还是胆小些好，尽量在到期收益率为正或者为负不大的情况下设置建仓线。

10. 我是安道全的理财客户，但是比较习惯通过债券质押来放大杠杆，今年以来收益不错。我曾经听过您的讲座，说很少放杠杆，而且有个放杠杆的安全线，没有记住，能不能再公布一下？

答：谢谢，杠杆始终是把双刃剑，建议小心。以前很多券商可以放大到10倍，现在很少了，5倍的都很少见，最多为4倍。我们自己测算的安全标准为：套作1倍，目标债券跌幅不能超过37%；2倍时跌幅不能超过16%；3倍时跌幅不能超过6%；4倍时基本有点跌幅就要补足，所以波动性有时很可怕，即使最终走势如预先所计算的那样，但中间一个小波动就可能造成不败而败。

11. 请问周报以前说“节前”往往是买入的良机，现在深有体会了，很惨的体会……是你们预测到了会有这么低的价格？还是一种规律性的东西？还是仅限于转债？

答：我们是不能预测的，没有这个特殊技能。这算是在中国A股的生存智慧吧，或者说应该说是一种常识，主要因为中国信贷扩张的周期明显，而中国股市又很依赖资金。这个规律连经济学家都认识到了，提出一种“寒假买股票、暑假卖股票”的说法，还有人真的为此做了模型。该规律适用于可转债，更适用于股票。

2013年去杠杆运动，加剧了下跌，但收紧了上涨，因此2014年能不能重演1季度资金大放松和暑假大逃亡，存在一定的不确定性。

12. 我理解“节前”是元旦前，原来春节也算？请问到什么时候资金能放松呢？

答：这个问题只有“习大大”能回答，等他吃完包子请拨本尊电话。股市资金依赖银行信贷，银行信贷依赖“央妈放水”，“央妈放水”具体何时？确实

不是我等升斗小民能预测的。不过，显然“央妈”不是要饿死孩子，给还是要给的，什么时候给、给多少？完全要等“圣旨”下来才知道。

13. 请问为什么没有重仓到了重仓线的恒丰、民生、南山、隧道等，反而重仓的是没到重仓线的海运转债和中鼎转债呢？

答：重仓线是在出现重仓线之前设定的，不是事后设定的；可以微调，但不能随着价格的下移节节后退，更不能随着价格的上涨而步步紧逼。因此，哪个转债先进入重仓线完全是不可预测的。可以理解为现在的重仓线，是以前某个时刻对未来的一个预期。从结果看，似乎重仓线表现得还不错，尤其是已经存续较久的转债，规避了很多风险：工行、石化、重工、深机、中海转债等，避免了过高、过早持有。但是，如果多只转债进入重仓线后，还要看数字不能表现的性质：确定性、容易提前转股程度和股性。以恒丰的股性和确定性来说，属于惰性或朦胧的；南山股性不错，只是担心政策风险，如果能确认100%无此风险的话，可以重仓。同样，有些行业今年肯定不会很好，比如银行和机械行业，应该是一目了然的。作为投资人，要么规避，要么放严三条线，比如把加仓线当作建仓线、重仓线当作加仓线、重仓线下移等。目前还不能转股的徐工就比较适合，民生也有下调的空间；但泰尔以其股性、两行和石化以其低价，暂时不建议下调三条线。

看好海运和中鼎，是看好其成长性和保底。他们价格虽高，但在几年内实现提前转股的概率大于惰性的歌华、深机、恒丰甚至泰尔。

14. 我被徐工重套了。我觉得安道全的三条线对老转债做得非常好，但对新转债似乎过于宽松，比如徐工、隧道、深燃、民生转债等，是不是有什么原因？为什么不在周报里面提示呢？

答：您的感觉很对。安道全是个很小而且很胆小的团队，精力有限，对新转债的跟踪，公告以后才慢慢研究，慢慢熟悉股性，不敢轻易下定论，把握度也不能如老转债那样熟能生巧。投资者的眼睛确实是雪亮的。

对于新转债，由于有大股东配售需要减持，加上上半年内不能转股，一般上市一两个月后主动做高的可能性不大。因此，我们一般先本能地规避，给



出一个中性的“三条线”，以后会根据研究的深入而修改。

在周报里，实际上做了很多提示，包括本周提示、虚拟池、金债银债、问答等，可能您没有留意或者免费周报里没有重点提及。对于新转债，我们也有部分持有（但量不是很大，民生、隧道、深燃都有一些，建仓而很少加仓），同样也是“被套”的。徐工所在行业非常萧条而且高杠杆，在1年之内反转的可能性不大，但长期其高端制造仍然可能是中国的希望，建议可以看看央视的《大国重器》，信心可能会大增。徐工在年化较高的时候，值得持有，但必须有持有3年以上的信心。根据我们的调研，机械行业能否在5年~6年反转，有但只有50%多的概率，不够确定。徐工是前3名，巨无霸难转身；泰尔是小鳄鱼，反而可能被兼并重生。此外，其实东华、华天、同仁堂等新债，我们一直也在蹲守，可惜他们没有进入伏击圈（华天偶尔），包括平安，我们给出的价格线不宽松。

15. 请问1号理财师为什么在2014年选择了海运、重工、博汇三个重仓？南山是怎么考虑配置的？

1号理财师答：我的风格是在“面值-高价折扣法”上，加时间效率，在两三年内基本很难或低概率爆发，尽量不持有；除非出现非常好的年化：以前这个标准是6%，现在是8%。没办法，纯债和分级A的收益率水涨船高。海运一向是团队看好的，不赘述。其他看好的，其实还有中鼎、东华、同仁堂等，奈何这些“妖精”不进我的“金刚圈”，因此退而求其次转向重工和博汇。前者是看重其军工证券化前景，以及自身的主动性很强；后者不敢看得太高，在102元~103元持有，当作现金配置吧，因虚拟池不允许买其他的现金管理产品。

南山则是博取中线反弹的一种投机。个人感觉南山不会一直在年化7%，会有机构在资金充裕后买入。只是做一个波段而已。如果“习大大”能给南山颁布一个免死金牌，我还是愿意长持南山的。（注：3月卖出博汇转买入88元的民生转，现金替代功能完美转换。）

16. 请问3号理财师您还看好重工的转股吗？我记得您是在112元买入

的，以您的风格应该在110元卖出对吗？

3号理财师答：您记性很好。我是在112元买入的，但没有拟在110元卖出，因为110元是重工的建仓线了。不过我得承认，现在112元持有的重工是给老大交学费了。我觉得重工在110元以下的机会很少，事实上“我觉得”一点都没用，市场最厉害。短线预测——好奇害死猫啊。“三条线”可能没有那么聪明，但它永远不会“自作聪明”。

17. 请问你们都持有什么转债？是不是所有现在表现不好的转债都不持有？所有跌不下来的转债都持有？

答：这种人只能是“此君只应天上有，人间哪得几回闻”了，没有。准确地说，重仓中的海运跌幅不大，中鼎跌幅居中，重工跌幅不算小，中等仓位的泰尔也跌了3%~5%；由于资金量大，很多转债必须配置，比如国电、石化、中行、民生、平安等，一样是浮亏的，只是有“三条线”和仓位限制，有“节制”而已。此外，很多人被“套”的中海、南山、博汇、隧道、恒丰、深燃都有少量配置，一样是负的；华天、川投确实是正的。但目前确实没有持有深机、歌华、徐工、燕京，希望以年化好的价格持有徐工，很希望持有海直、东华、同仁堂，但没有合适的建仓价格。

18. 请问可转债是不是都跌到位了？可转债现在是不是满地都是金子？

答：我们没有能力预测市场的底部。根据浅薄的经验，只有回售期内的中小优质转债大量跌破100元才可能出现转债的黄金机会，目前东华、同仁堂、华天、中鼎、海直等较优质转债都在110元以上，似乎不能和2011年相比。现在只是大转债的满地流血而已。

19. 民生转债近期逆大盘和正股走强，是不是要下调转股价了？

答：下调转股价仅是一种猜想，没有必然性。下调转股价仅仅是上市公司的一种权利，不是义务。民生转债没有回售条款，也就没有回售的压力；同时还有5年多到期，从大股东的角度来讲，应该是首选高价转股，而不是像重工那样贸然下调转股价，失去“高价增发”的可能。从民生银行分散

的股权结构来看，通过下调转股价的难度也很大。除非民生有我们不知道的极端情况，需要短期大量融资。现象是一个，但原因可能万千条。

20. 2013年你们预期转股的可转债是哪些？转股情况怎么样？

答：在2013年1季度，我们确实预期了一下当年转股的可能性，该表格在免费群、VIP群的群共享里都有，当时预测2013年最有可能提前转股的三甲是：国投、同仁堂和巨轮，备选的是重工和国电（当时美丰已经成功登顶）。事实是国投、巨轮确实成功了，同仁堂和重工都登上了强制赎回线，价格超过了130元甚至140元，但出于种种原因没有完成强制赎回（同仁堂主动放弃）；国电最高见127.89元，咫尺之遥；反而是川投几次在130元附近震荡。总体来说，有得有失，成绩尚可。

21. 2013年安道全对无杠杆原则和大转债把握得很到位，谢谢！还有哪些事情值得总结呢？

答：“面值-高价折扣法”基本上把巨轮、国投吃得涓滴不剩（但我们自己相对错过了国投），美丰、中鼎、重工、川投、海直也都能饱餐一段，同仁堂、东华则望洋兴叹。

2013年比较成功地规避了大转债，不放杠杆是原则，没有什么可说的。比较满意的是：1. 经过研究适当放弃了歌华、南山的建仓；2. 放弃了新钢的博弈；3. 能在中鼎、重工的反复电梯中守住原则，不为波动所动，不为浮亏所动，锻炼了心性，统一了队伍。这是最大的收获；4. 海直收益虽然不是很大，但操作完美，堪称“面值-高价折扣法”的教科书案例；5. 不追涨东华、同仁堂，即使如此看好也如是，守住了节操。

不满意的是：1. 美丰应该可以多加仓些；2. 中鼎、重工的分批卖出操作还有稚嫩处；3. 队伍中出现的多种风格，让大家迷惑，抱歉（但原则不变）；4. 2013年下半年对机构客户很遗憾，只能规避风险，不能提供更多的收益（除重工转），抱歉之余，不得不说这是没有办法的，2013年大转债确实没有多大机会，倒是风险多多，能不中枪、少中枪已经万幸。

22. 我已经满仓了，怎么办？

答：只要是安全线内，特别是加仓线内满仓的，锁仓就好了。在到期前没有风险，只是一个早爆发、晚爆发的问题，或者是完胜、大胜的区别。当然，前提是您确实是用来长持的。

如果仅仅打算持有几个月或1年，那么以我们浅陋的意见来看，深机、歌华可能还是要回避，隧道、徐工这样爆发的可能性也不大，工行、中行完成提前转股的可能性也不大。

23. 今年周报介绍的很多保本类产品和固定收益类都很不错，希望继续。

答：谢谢！我们会加强这方面的研究，只要是安全+保本的东西，我们都感兴趣。

24. 今年周报忽然介绍了很多保本类产品和固定收益的产品，是不是代表团队不看好2014年的行情？是不是不看好可转债的行情？

答：谢谢！不是忽然，只是一直在免费周报中体现较少。只要涉及保本或有安全垫的，我们都有兴趣，只是限于精力，涉猎较少。2014年限于资金面，可能不会有波澜壮阔的大牛市，但在某些题材和领域，会有阶段性的爆发机会；转债可能不会有整体性的机会，但有个体性的机会，这也是我们一直试图“沙里掘金”的原因。

25. 今年值得套利的品种也很多，比如垃圾债、转股套利、分级基金、现金选择权、重组等，希望周报也能增加提示和介绍！

答：首先要说套利有风险，投资需谨慎。有些套利号称无风险，其实起码是低风险甚至是中高风险的，我们不愿意读者处在枪林弹雨中。其次，精力和经验有限，在短时间内找到并确认一个无风险、低风险的投资品，还是很困难的，需要知识的积累和24小时的跟踪。2014年，我们会尽量提示可能类似的机会，同时也提示风险，请投资者自己选择。

## 附录B 价值投机者俱乐部对安道全团队的采访（节选）

问：中国内地的可转债和美国、香港的可转债是否具有极大的不同？

答：是的，两者外衣相同，而实质具有很多差异，这也是中美两国“土壤”不同造成的。美国是自由发债，只要合规，只要市场发得出去，就可以随意发；而中国可转债需要严格审批，尤其是发审委和证监会两道关卡，资质认定也很严格。因此，从数量上看，虽然相比股票和债券都不算多，但美国转债起码连若星河，中国转债寥若晨星。

当然，最实质的区别还是在于以下三点：1. 美国转债没有回售条款，少了一层重要的保底；2. 美国转债往往不下调转股价，低于面值很多的比比皆是；3. 美国是市场经济，一方面企业自负盈亏，另一方面买者自负，风险较大，而中国有很多是国企和类国企，国家或政府保底的可能性极大。因此，导致了两国的可转债差异很大，美国转债更像是期权，中国可转债更像是保底的期权。

问：**2013**年中国可转债似乎收益欠佳，近些年来中国的股市整体表现也不太好，在这样的情况下，团队还能坚持下去吗？要知道，投资是需要成本的，投资人往往受不了时间的煎熬。

答：2013年上半年，可转债的表现还是不错的，先后有美丰、巨轮2和国投触发了强制赎回条款，最高价基本在135元~180元之间，带来的安全收益还是可以的。当然与2008年—2010年相比还是有所不及，但比全年没有触发强制赎回的2012年，还是令人鼓舞的。

近年来，尤其是2012年以来，中国股市确实不是很好，但可转债依然可以做到全身而退，甚至在2013年小有斩获；相比之下，股市受伤的人很多，债市上先甜后苦的人也很多，主要是市场太难预测了；而可转债基本上可以

避免这个恼人的问题。

谈到资金的成本，您问到了一个非常关键的问题。事实上，无论是中国、美国还是世界各地，机构都会受到成本的驱动，疯狂地寻找下一个快速赚钱的机会，这就如同一个健康的人吃了毒品，看似很兴奋、很强壮，但无可避免地早晚会付出代价，而且有时候往往是不败而败。美国的金融危机，中国的930、630、816等，都说明了这个问题。

安道全团队很早就幸运地意识到了这个问题，并且一直将其视为自己的最大敌人，无论是何种诱惑，都坚持低杠杆甚至不用杠杆，同时永远保持现金头寸，最后尽量不要引入可能导致“挤兑”的资金，哪怕是再美好的承诺、再优厚的条件。

问：这样做的确很安全，但似乎和现代投资背道而驰，而且基金发展的速度会非常缓慢。更为重要的是，中国的客户能够接受这种“乌龟式”（没有冒犯之意）的赚钱方案吗？

答：路是对的，就不怕远。投资是百年大计，不是一时兴起。谈到缓慢，似乎美国巴菲特、林奇、比尔米勒的投资之道，也不是“以快取胜”的。重要的是在有生之年可以稳定地保持适当的富足，而不是暴富之后被命运的狂潮吞没，换言之，要做快乐的“乌龟”，而不是短命的“兔子”。

目前安道全团队还没有建立自己的基金，要知道在中国成立基金，需要的资质和成本方方面面过于昂贵，而实质上这些与投资的成败无关，甚至是反比。安道全希望在正确的道路上一直走下去，而不是迎合市场或投资人的兴趣；反之，如果市场或投资人自己是正确的，何必到处去找更好的投资方式或经理人呢？+

如您所说，虽然我们乐于做一只富裕而快乐的“乌龟”，但客户往往不作如是想。这时候，我们会“固执”地坚持自己的意见。中国的马云先生曾经说过：“如果银行不改变，我们就改变银行”。我们以此为铭，如果客户不改变，那么我们就改变客户。当然更多的时候是擦肩而过，因为中国的客户往往很有主见。如果客户不认同我们的理念，那么早晚会是一对“怨侣”；既然

如此，不如早些分道扬镳。

问：这样强势做法，会失去很多客户吧？中国客户是不是更加喜欢短期获利的理财方式？

答：确实如此，但需要坚持的必须坚持，否则何谈专业？资金的操盘手到期是谁呢？中国客户有个很不好的习惯，就是认为钱是我的，我有权利做任意处置，乃至在任何时间，这显然不符合契约精神。他们会在你需要加仓的时候抽逃资金，也会在需要减仓的时候大量涌入，甚至时时刻刻在你耳边指手画脚，这都是很不好的行为，他们可能并没有意识到这等于自己帮自己资金的“倒忙”。当然，中国的开放式基金无论盈亏都要收管理费，也是令持有人不满的“无赖行为”，应该谴责。

如您所说，中国的客户确实习惯短期行为，不喜欢承受和看到浮亏。可以想象，如果是巴菲特在中国投资，买入华盛顿邮报或运通公司，股价下跌40%时必然是灭顶之灾，哪怕事后涨了几十倍，但当时持有人是根本不会给你这样的机会的。

问：如此坚持自己的原则，错失大量的资本怎么办？规模如何扩大？

答：规模不是问题，长久在市场中生存并获得稳定安全的利润才是最重要的。与大多数靠赚取佣金或管理费的投资机构不同，我们还是希望能够与客户的资产一起成长，就像我们所钟爱的可转债一样：成功了，上市公司吃肉，持有人喝汤；失败了，上市公司赔钱，我们保本或微利。在投资上也是如此，如果投资成功了，客户赚大头，我们赚小项；失败了，客户保本，我们不赚钱。这样可以形成一个良性的合作循环。

我们不太在乎规模，因为一是中国可转债的市场规模有限；二是即使没有客户，我们靠自有资金操作，10年后可能不再需要任何的客户投资了。

问：不再需要客户的投入了？为什么？

答：因为我们坚信，10年后我们的资产足以支撑整个团队余生的消费。也许自大了一点，但投资确实需要信仰和自信。在2008年—2012年这5年间，我们超额实现了这个目标，但遇到了一些投资以外的问题；最近两年，进一步锤炼了意志，完善了投资法则。慢即是快，我们相信中国市场会在未来10年给出更多的机会。依赖个体的积累，完全可以满足整个团队中产阶级的需求。因此，没有必要为了“五斗米”而到处“折腰”。一条河流，鼯鼠喝水，一肚子就够了，再喝就会爆，如果想要独霸整条河流，显然更加可笑。弱水三千，只取一瓢饮；有缘者，同饮一江水即可。

问：可以感受到贵团队的强烈自信，是什么给予你们如此强烈的自信呢？是历史业绩吗？

答：应该说是历史——成功的历史和失败的历史。成功者，远远超乎我们的想象；失败者，因不坚守我们现在一再提倡的“面值-高价折扣法”原则，而造成了过早买入和卖出。所幸，即使是失败的历史，也没有给我们造成任何的实际损失，即使是比较极端的双良、唐钢和新钢转债。这完全得益于中国可转债的特性：制度和合同保证了近乎100%的保底，即使做错了，也可以拿回本金。这在美国和香港是想象不到的。

问：我发现您的团队公布了虚拟池，虚拟池和团队的实际操作是一致的吗？

答：是的，几乎是完全一致的，无论是品种还是仓位，只有非常微小的差异。安道全是纪律型选手，完全依照指定的规则操作，当然也与量化投资不一样，规则和买入线还是需要人工研究后制定；但一旦确定，绝少更改。关于这一点，我们的理财客户可以为之作证。

问：如此操作，不怕复制吗？这在绝大多数人看来是不可思议的。

答：张大千先生曾经对模仿者说过：“学我者死”。该纪律和原则，人人都可知道，但人人都未必能遵守。就像中国的雷锋，印度的甘地先生等，人人都可以做到他们所行的事业，但世上只有一个雷锋，一个甘地。原因何在？不在于言，而在于行。



安道全团队的策略可以学习，但遇到贪婪和恐惧的时候，能否坚守就是一个绝大的问题。即使在团队内部，也有人反复受到抛开纪律操作的诱惑和恐惧。复制者可以拿走我们的文字，但拿不走我们的精神。反之也如是，如果投资者的内心已经理解了我们的原则，那么他完全可以无视我们的文字或虚拟池。

问：刚才您谈到两个原因，第一个是中国可转债市场的市场规模有限，现在是多少？将来有可能是多少？为什么会成为您不再需要客户投资的理由？

答：当前中国可转债市场的规模为1400多亿，即将发行的大约是600亿，加起来大约2000亿，其中三大银行和石化占了1000亿之多，未来可能发行的中国石化转债2和平安保险转债又占了绝大多数。我们最为钟爱的是高PB中小转债，目前市场容量大约是200亿~400亿，因此这个市场确实不能容纳更多的资金。

不过，往往在市场底部，融资困难的时候，是中国可转债的发行高峰。目前排队发行的可转债有很多，一方面，这会大大增加可转债的市场容量；另一方面，这也是市场走到底部的一个特征。

问：您一再声称不会重配大转债，是不看好中国国企的前景吗？

答：当然不是，恰恰相反，中国的国企，尤其是发行转债的几个国企，经营稳健，违约可能性非常小。但我们担心的是，他们的价格波动性很低，PB也低，没有主动下调转股价的空间，再加上分红优厚，因此很有可能实现到期转股，即使提前转股，可能空间也不如中小转债涨得高，出于性价比的考虑而已。

此外，大转债往往被机构重仓，很容易出现去杠杆化时黄金和泥沙俱下的错杀，做价值回复的波段还是很惬意的。

问：您的团队重仓可转债能否透露一下？因为我注意到您的投资策略是长期持有，似乎不太在意持仓标的的泄密。当然，此问题您可以不

回答。

答：感谢您的关注和礼貌，确实如此，“面值-高价折扣法”是阳谋，而安道全的投资策略是透明的，任何人都可以复制或者检验。

我们有多仓，建仓时间有先后，所以不尽一致，但整体而言，重仓的还是比较集中，毕竟一般可以交易的可转债不过20几只。在2011年、2012年建仓是很幸福的，有大量的100元以下优质中小转债可供选择，因此我们的主要仓位集中在巨轮2、海运、中鼎和重工转债上，川投和美丰转债中等仓位，错过了国投；此外阶段性地中等仓位持有过中行、石化、歌华和中海转债，都是在年化4%~5%的时候做价值回复的波段，工行主要用作转股套利的标的。之后，巨轮2和美丰先后提前转股兑现收益，重工停牌，川投正在积极冲顶中。此外，我们持有过一段时间的新钢转债。

进入2013年以来，虽有可供建仓的品种，但值得加仓和重仓的机会几乎没有，现在是以海运、泰尔、中海、海直为中等仓位，民生、恒丰为辅。国电在跌入106元的时候，也配置了一些。

问：我注意到您对海运转债情有独钟，是因为看好航运业的复苏，还是最近炙手可热的上海自贸区传闻（现已确定）？

答：显然不是上海自贸区的原因，这个概念我甚至比您知道的都要晚。至于航运业，我们也没有能力预言它是否到了转折点。事实上，我们调研时认识了很多分析员、业内人士甚至一些船长，都在投资本行业的过程中“触礁沉没”了，内行尚且如此，何况隔窗看风景的我们？

早在2011年左右我们即注意到了宁波海运转债，它符合我们的偏好：小转债、高PB、波动性大，而且具有很好的价格，90多元，我们愿意在保本的前提下持有并等待一次春天到来的机会，但是确实没有幻想会在一年内爆发，而且其到2013年7月才进入回售期。

但到了2013年前后，海运发生了一件大事：浙能集团的入主，这是意外事件。浙能的入主从基本上改善了宁波海运，因其大量的煤炭运输订单可

以转给海运内部消化。此外，舟山特区和舟山大物流港的设想都极其有利于宁波当地的海运行业，这也是当初所始料不及的。

不过，也不全是好消息：浙能集团进入宁波海运后，还要有个较长的磨合期，这是中国特色必然的结果；浙能集团当前的重点可能是东电的曲线上市，因此作为航运大平台的宁波海运可能会被放到下一步；上海自贸区的行政通过，对于舟山和宁波的政策规划其实是个打击，也是一个刺激。因此，海运转债的春天最可能在2014年到来，革命尚未成功，同志仍需等待。

当然，航运业确实也有一些好的迹象，比如国家政策扶植，中国海洋国策的崛起，波罗的海指数在900点稳步回升到1100点（但是离2500点荣枯线还很远），部分国外航运巨头开始增持航运股等。但我们还是建议在“三条安全线”内建仓海运和中海转债。此外，中国周边的局势，中日关系和南海局势等，都可能给航运转债带来风险和机会。

问：如果只买一只可转债的话，您是否建议直接买海运转债呢？没有无风险的股票，相信海运转债也如是，它的风险在于什么呢？

答：我们从来不把鸡蛋放在一个篮子里，即使是最看好的标的，也有可能出现人力不可抗拒的因素，尤其是在当前海运转债已经超出到期收益率为正的到期保底线之时。我们个人建议重仓最好单只不超过整体仓位的三分之一，当出现极度安全的赔率时，才放大杠杆，比如年化6%的石化或者其他没有违约风险的可转债。因此，以当前价格只重仓海运，从事后看是很好的策略，但并不普适于所有人和所有投资标的。

如您所说，海运确实不是毫无风险，只是风险极小而已。海运转债的到期收益价值为104.92元（安道全算法，当时价值）。以当前105元~106元买入，如果到期没有发生提前转股，会有1%左右的亏损；如果中间发生了大量回售，以103元回售，可能会发生大约2%~4%的亏损，这是能够预算到的最大风险了，虽然概率极小。

当然，还有更悲观的人会想到浙能集团通过东电整体上市，而彻底抛弃宁波海运平台，显然这个在一年内不太可能实现，也违反当时的公告承诺，

更不符合浙能集团的利益最大化（两个融资平台比一个好，而且电力和航运行业性质差异大，可互为呼应和平衡，何况还有当地政府的物流港支持）；还有人把中日开战作为海运业的风险，确实有一定的可能，但浙能入主后，在两年内即使开战违约不还债的可能反而小了，最坏不过到期104.92元还钱。当然，中间的故事和波折就精彩了。

问：海运近期频频出现触发回售的套利机会，是否表明了浙能集团的态度？对于这样的套利，安道全是否参与？

答：是的。近期股市受到多重因素的影响，上下波动频繁，海运的正股在3.15元回售线附近波动，出现了一些套利机会。从整体上讲，我们并不太赞成参加“博回售”的正股套利，因其确有可能下调转股价或强行回售以求闯关，此前都有先例。

此外，浙能集团目前正在磨合中，对海运正股似乎心不在焉。2012年浙能集团至少有4000万吨的海运合同量，从2013年到目前为止只签给了海运1000万吨，一方面是保留一下实力，待到合适的时机一击成功；另外一方面，也有内部博弈的味道。

团队中也有人基于对浙能和海运的研究，参与了正股套利且利润率尚可，但我个人依然持有保留态度。毕竟，大股东不能左右大市，更不能左右国际形势，一旦发生“黑天鹅”事件，依然有可能在正股上付出惨痛代价。此外，正股套利具有不确定性和不保本性，一般人不会重仓参与，既然不重仓，那么即使收益率不错，总收益也一般，对于整体收益率不会贡献太多，何况还有亏损的风险。因此，我更倾向安全、稳定、持续的正收益，尤其是值得重仓的机会。显而易见，似乎没有哪个富翁是靠赚小费致富的。如芒格所说：等待机会，“少下注，下重注”。

问：海运转债已经说得很多了，谈谈您对其他转债的看法。近期似乎您对中海比较青睐，但又不是看好整个航运业，那么是基于什么出发点呢？

答：买入转债有两个简单标准：好转债和好价格。海运是好转债，质

地好，题材好，但当前价格显然不如100元和90多元的时候好；中海不一定是好转债，但目前价格确实不错。

航运业是个高波动的大周期行业，而且已经低迷了5年之久。该行业的特点就是要么巨浪滔天，牛市的时候也有百元股；要么直下地狱，跌破净资产的比比皆是。因此，要反周期投资。

中海转债可以简单些，低于92元的价格，不到4年存续，最坏不过到期年化4.5%而已；一旦发生提前转股，基本可以有50%的收益。只是时间不确定，如果是1年发生，就是50%；2年是25%；3年是16%；4年就是4%~13%了。因此，他不是一个进攻性武器，而是一个防守用的地雷。

此外，中海的潜在回售收益率是6%，也符合我们的标准。当然，中海只是进入了建仓和加仓线，还没有到年化5%的重仓线。

问：谈谈银行吧，除了民生，似乎您对银行转债不太感兴趣，为什么？是因为国有企业和民营银行的原因吗？

答：有部分原因。国有银行的垄断性很强，但成长性似乎要打一定的折扣。工行已经是世界上最大的银行了，再寻求突破，指数级增长似乎很难，除非他把银行开到月球或火星上去。当然，中国的银行可以向海外发展，但这是一个艰苦和曲折的过程，中国企业在国外的口碑和经验都需要时间的锤炼，中间必然会有反复，因此作为仅有2年~3年存续期的中行、工行转债来说，似乎很难见到花开在旅途，反而可能承受“雨打风吹去”的痛苦。此外，本届政府的意图也很明显，就是要让银行让利于实业，加上利率市场化的洗礼，大银行可能要勒紧腰带度日了。当然，由于汇金高度控股，银行会成为股市的定海神针，有波段价值，也有转股套利价值。

纯粹从长期持有的角度讲，中行的股息率在银行中是最高的，6%以上。如年年如此，分红后转股价下调，3年后转债价格应该在120元以上，但106元到期赎回，届时到期自然转股，无须上130元，但由此产生的年化就不理想了。因此，大转债不怕拖，持有人却很忌讳。工行转债也如是，甚至可能由于频频出现转股折价，创造史无前例的“转股套利造成的提前转股”。因

此，两者都不太适合持有到期。

问：请再谈谈民生转债。

答：民生银行即将取代招行，成为中国最大的股份制银行。我们对民生抱有一定的好感，除了民营体制的灵活和勤奋以外，还有该银行对中国民营企业产业链的深刻理解和创新。董文标行长提出的小微企业贷款2.0版和“一圈一链”等极具想象力和操作性，大银行和同行即使看懂了，也模仿不来，这就是优势。

不过，民生银行体量大了以后，也有可能遇到大银行们“成长的烦恼”，而且当前股价已经反映了估值。因此，我们认为民生银行是个好标的，但转债没有给出惊喜的价格。当前价格较为合理，溢价率也适中。2014年3月，民生终于给出了好价格。有耐心的人有回报。

问：谈谈南山转债吧，近期有很多负面消息，但其价格很廉价；而您选择了规避，让我感觉安道全团队确实是风险厌恶者。

答：是的，南山转债从数字上非常吸引人：利息高、圈钱愿望足，三度发债，手法娴熟，正股的波动也足够大，到期时间足够长，还款压力大，转债占市值比达50%，提前转股的意愿很足，而且很明显可以感觉到：南山转债就是来提前转股实现圈钱融资目的的。

理论上，南山转债只要公司不倒闭或者不违约，即使到期还钱现价也可以获得20%收益，税后年化4%以上；一旦发生了提前转股，基本是中大奖，以南山的波动性而言，5年内发生一次的概率很大。

但南山的风险不在上市公司，而在集团层面；不是经济风险，而是政治风险。南山集团借用龙口市行政的力量，兼并上百个行政村，这样的行为需要政府给予法律界定：如果法律认可，就是城镇化的实践者；如果不认可，将卷入政治纠纷。而中国新政府的换届、山东金融政策的履新，都为这个结论笼罩了一层淡淡的烟雾，体制外的投资者很难提前预判到结果。因此，不知者不做，我们选择了暂时回避，也希望风险厌恶者思考或规避，哪怕事后

来看是一个牛债——安全永远是第一位的，我想即使巴老在此，也会同声相应的。

问：新钢转债刚刚落幕，与河北钢铁转债一样选择了到期赎回，这样的转债带来的收益非常有限，是不是让您很难和客户解释？而且这种结局会不会越来越多？转债的投资难度在加大？

答：长期来看，新钢和唐钢转债（又称河钢转债）带来的收益是不菲的。两者在2009年都曾上过170元的高价，而且新钢转债最低仅90多元，以“面值-高价折扣法”操作，基本能获得50%~80%的收益。最终到期赎回，确实给我们的客户带来了困惑，但在一年前，基本上我们已经向客户解释提前转股即使可能发生，也应该是小概率了，尤其在唐钢转债到期退市以后更是如此。

对于新钢和唐钢转债的到期退市，既有偶然性也有必然性，但不能简单判断后市的情况会越来越多，这是恐惧而不是理智。从“两钢”的主观出发，仍然是希望提前转股的，只是大环境造成了回天乏力，但这种情况显然不是常态，更不是永远。

对于投资者而言，很多人把大概率当成了“一定发生”，把小概率解读为“一定不会发生”，这显然是错误的。新钢和唐钢转债的到期赎回，给很多做波段者造成了的损失，更对博正股者造成了惨痛的教训，但“面值-高价折扣法”的笃行者基本可以做到全身而退，最终还能有微利；如果算上2009年的收益，即使5年算下来年化仍可达到10%以上。无论是前者还是后者，都是成功者，“一赢二平七输光”，能从刀山火海中全身而退很不容易，不要和少数成功者相比，一将功成万骨枯，在“一”和“万”之间已经很幸福。能够长期保证不会“万骨枯”，早晚会修成“一将功成”。

我们认为转债的投资难度没有变化，“面值-高价折扣法”存在的基础依然存在，大股东依然是贪婪的，价格依然是难测的，股市依然是轮回的，投资者依然是恐惧的。一个好的投资品，绝对不是只有收益而无须冒任何风险的，如果有，一定会被聪明人快速填平。转债作为少有的下有保底、上不封

顶的投资品种，正是因为偶尔的到期赎回、长期的低迷不振，才客观上驱走了众多机构和个人投资者，只为有缘人静悄悄绽放。

相反，如果每只可转债都100%提前转股，而且时间都是1年内，哪里还会有散户的一杯羹？

一个投资品，100%保底，90%会提前转股收益30%以上，平均发生时间2~3年，其实已经近乎完美了。可能，大多的投资者喜欢的都是女神，眼前的班花或者校花入眼的总是少少的雀斑和微微的婴儿肥，但很长时间过后，可能这些没有PS的女孩才是真正曾经值得珍惜、触手可及的女神吧！

问：从您的选债中可以看到非常重视成长性，是不是可以将您定义为成长股投资者？

答：不完全是，实际上，我们注重的是五六年内该转债的波动性和题材爆发的可能性。一个转债的正股再有成长性，如果6年以后才爆发，对于转债持有人来说也是镜花水月。要考虑到转债的存续时间，1年太短，五六年太长，最好是2年~4年内有可能爆发的。

问：我明白了，要在存续期内爆发才可以获益，这与股票的价值投资有所不同。但好转债=好股票+好价格，这个出发点还是一样的。

答：确实如此。可转债给股票做了保底的保险，相应的这个保险有个生命期。相对来说，能够选到一个成长股比价值股要好一些，因为在中国往往小转债比大转债容易提前转股，而且爆发高度高一些，这就是一致的地方了。能够选到并等到一个爆发正能量的成长转债和题材转债，比如188元的美丰转债、400元的锡业转债等，都是一种幸福。

**如何联系作者：**

作者简介 安道全

执笔人本名李月鹏，帝懿理财（原第一理财、D1理财）可转债首席策略师，港股期权策略分析师，【安道全理财工作室】创建人，醉心哲学、概



率学、文学、历史，投身投资理财、IT行业，尤好低风险投资和期权概率研究。

曾任《电脑爱好者》杂志主编，德国贝塔斯曼集团《德国国家地理》杂志筹备主编，《公民理财》副主编，现任私募“宙斯银盾”和“永徽双子座”理财产品首席投顾，“紫天鹅低风险投资俱乐部”高级顾问。

电子邮件地址：[andaoquan@126.com](mailto:andaoquan@126.com)，[fuwu@andaoquan.cn](mailto:fuwu@andaoquan.cn)

《可转债投资魔法书》官方博客地址：[blog.sina.com.cn/hj10n](http://blog.sina.com.cn/hj10n)

《可转债投资魔法书》官方免费读者QQ群：243816172