



健中论道

可转换债券的套利模式

说到股市扩容，IPO 实际上是一种显形扩容，市场的隐形扩容实际上规模比 IPO 要大得多，非流通股的解禁是翻倍的隐形扩容，还有一种隐形扩容是可转换债券，现在是债券，不久的将来转股又是一种更大规模的股市扩容。

以前再融资路径有配股、增发、定向增发，现在主要是发行可转债。今年可转债的发行规模创下历史最高纪录，今年至今可转债募资金额达 2559.34 亿元，较 2018 年全年增长 225%。今年 10 月底发行的浦发银行可转债，规模高达 500 亿元，创历史新高，但市场波澜不惊。本周发了 11 个可转债，发行总规模为 138.73 亿元。

今年来，属于小众的可转债走势火爆，几乎是上市即炒。当下市场可转债市场形成了如下几个套利模式：

第一，炒作模式。今年来可转债几乎都在面值以上交易，由于目前属于债券，每年还有利息，所以上市后炒作资金蜂拥而入，即便未来的转股价远大于当下的市价，上市后照炒不误。例如：浦发银行转股价为 15.05 元，而现在市价为 12.48 元，如果看好浦发银行，市价买入比买可转债以 15.05 元转股要便宜得多，但浦发银行可转债硬是从 104 元炒到如今的 108 元。转股是一个远期的方案，现在炒高可转债到时转股期咋办？总有办法，降低转股价是一个过去经常采用的办法，反正这种选择权在上市公司，上市公司在资本运作上又多了一个路径。

第二，上市公司快速套利模式。其实采用可转债进行再融资给了上市公司一个快速的利益输送。不信大家可以去观察一下近期可转债的上市，那些上市公司的大股东和实际

控制人，手中的原始股筹码还在手中，获得可转债发行批文后，大股东按比例获配大笔可转债，没有限售期可以一并上市，差不多有 10% 的获利等于送钱给大股东，而且是快速套利。所以近期出现了可转债上市大股东清仓式抛售的现象。比如，顺丰控股发布公告，控股股东深圳明德控股发展有限公司在上市之日减持其所持有的顺丰可转债 3500 万张，占发行总量的 60.34%，大股东清仓式减持收益约为 1.75 亿元。这钱来得也太快了。这不是个案，而是当下可转债上市的标准操作方式和套利模式。

第三，股权质押纾困模式。如果您仔细去研究当下发行可转债的公司，去查一下这些公司大股东的股权质押情况，会发现这些公司多多少少都有大股东股权质押的情况，对这些上市公司而言，这也算是纾困的一个手

段，可以快速来钱，问题是股权质押的风险并不在上市公司，而是在金融机构了，大股东将股权质押给金融机构时已经拿到了真金白银，如果再给其输送利益，这也太过分了。

第四，散户赚小钱模式。市场对可转债的申购热情不减，目前中签率在 0.005% 至 0.1% 之间，由于个人投资者申购可转债无需股票市值，也无需资金，只需要股票账户就可以申购，且最高上限可达到 100 万元，中签了保证交款即可，一个账户满额申购可获 1000 个编号，所以算下来可转债的中签率要比新股高很多。今年可转债上市 90% 达到了正收益。当下的可转债市场是一个大股东大块吃肉、小股东跟着喝汤的市场，不过有点肉汤喝喝也还是不错的，所以，对这个市场投资者可以参与，赚点小钱也是不错的。

应健中

散户心得

简单易懂的 ROE/PB 选股法

ROE PB

买股票就是买企业股份成为股东。企业经营取得利润，或者通过分红直接回报投资者，或者以盈余公积和未分配利润的形式增加投资者股权价值，或者因为公司分红和净资产增厚的前景看好股票价格上涨而回报投资者。反正关键是企业要赚钱。企业有大小，有的企业投入了巨额资产，有的没有投入那么多，所以衡量企业赚钱能力时候，不是看利润的总量，而是看相同净资产的收益率，这个就是 ROE。A 公司 1 个亿的净资产公司一年利润 2000 万，B 公司 10 亿的净资产公司一年利润 2 个亿，两个公司净资产收益率 ROE 都是 20%，股东回报率是一样的。

投资者可以按照 ROE 数据来衡量是否值得买某个股票。问题是投资者买股票时候，一般不能按照每股净资产的价格来买，大部分时候都是高于净资产，即市净率 PB 大于 1，所以这个时候需要按照购买价格的 PB 换算自己可以得到的 ROE 收益率，公式是 ROE/PB。下面举几个例子。

601009 南京银行。12 月 19 日的市净率 PB 正好等于 1，公司三季度的 ROE 11.71%，全年预计 15% 左右，15%/1=15%，那么投资者当天买入股票成为股东，相当于入股了一家立马就有年化 15% ROE 回报的公司。ROE 15% 回报的公司或项目，我们认为是优秀的投资标的。投资者可以去查询股东名单，看看机构和外资如何持股南京银行。

600585 海螺水泥。年 ROE 大约 24%，现在用 2 倍 PB 入股，静态投资回报为 12%。这也是非常有吸引力的投资回报。难怪机构趋之若鹜，有两家大的外资机构跻身前十大流通股东。

600519 贵州茅台。年 ROE 约 32%，以 1000 元入股 PB 约为 10 倍，静态净资产回报约 3.2%，相当于国债收益率。这样的回报本身吸引力不大，但是贵州茅台的买入者大多是长期持股者，买入者预期贵州茅台未来

N 复合增长会有 20%，ROE 第 5 年就达到 8%，第 10 年是 20%。这样算算，我们就可以理解高位继续买入贵州茅台的投资者。如果可以在 PB 为 6 的时候买入贵州茅台是不是捡便宜？对的，那时是 2018 年 10 月 30 日。

000651 格力电器。近期珠海明骏以 46.17 元/股价格受让格力集团格力电器 9.02 亿股股份（占总股本 15%）。普通股民会想，格力电器过去 10 年已经涨了十多倍，怎么还敢大手笔买入呢？46.17 元买入相当于 PB2.75，格力电器全年 ROE 大约 31%，则换算后的 ROE 回报大约 11%。高瓴资本这种动不动几百亿元的投资巨款，全球其他地方很难找到这样高回报的投资标的。

601857 中国石油。ROE 全年约 4.05%，PB0.87，现在买入静态 ROE 回报是 4.65%。该公司 2018 年的 ROE 是 4.4%，2017 年是 1.9%。现在一些银行半年期的理财产品收益率都可以做到 4.5%，那么中国石油这样的收益率自然不会有吸引力，公司的股价走势也反应了这样现实。

建议的 ROE/PB 标准，ROE 低于 12% 的剔除，ROE/PB 低于 3% 的剔除，这样选股，可以回避很多陷阱。股市有风险，投资需谨慎。我们分析 ROE 和 PB 都只能基于过去和当前的数据，当前数据看投资回报高的，未来不一定还高，因为公司的利润水平不仅不能保证维持，还可能下滑，突然变成亏损也是可能的。当前不好的数据，未来也是可能变好的。当然，一个公司如果历史上都非常好，未来大概率会继续很好；如果历史上并不好，未来大概率不会突然变好。还有 ROE 回报不是真实的股票投资回报，短期股价无序波动，但是长期趋向一致。

再深入一点，需要考虑净利润的质量，比如净利润现金含量要高，自由现金流充分，资产负债率不能过高，这样的 ROE 比较真实可靠。

毛彩华

本版观点仅供参考



文兴说市

3000 点与 26% 票

大盘近日连续放量上涨，沪指终于在万众瞩目下重新站上 3000 点。投资者感叹多少次奋力冲向 3000 点，然而又是第 X 次看着 3000 点渐渐远去。

12 月 13 日爆发的大阳线又在市场情绪转折中于 16 日、17 日连续冲击阳线，让压抑已久的股市人气喷发出来，不仅有了让空头缺氧的亢奋，更让笔者看到北向资金与外资的彪悍。

两融余额近期创出年内新高，下半年呈现单边上升态势，当前余额高达 9770 亿元，两融余额创年内新高，本身就说明投资者风险偏好提升，市场信心得到了有效提振。

行情风向标的券商股则全面爆发，特别是龙头券商股，其中南京证券的 K 线让人感觉牛市来了，出现了连续上攻，短期涨幅非常大，形成了比较强的赚钱效应。

后续资金开始加力，新基金的发行规模逐步上升，12 月发行份额的平均数创了年内新高，表明市场信心回升之后，基金的发行量也有所提振。北上资金疯狂扫货，截至目前，今年增加资金 3000 亿以上，而累计已经接近万亿水平。而进入到三季度，外资流入的速度明显加快，上升的斜率更高。

来看看外资对股市的影响。截至 2018 年末，美国外资持股占美国股市总份额的 15%，日本占比为 30%，巴西占比为 21%，韩国为 33%。对比我国 2018 年末 A 股，外资持股占境内流通股票市值仅为 3.5%，占境内股票总市值仅为 2.4%，远低于日本和美国等发达国家，也低于韩国和巴西等新兴市场国家。今年 9 月 10 日，国家外管局取消了 QFII 和 RQFII 投资额度的限制，同时不再对单个合格境外投资者的投资额度进行备案和审批，取消 RQFII 试点国家和地区限制。2019 年三大国际指数不断推进纳入 A 股的进程。其中，MSCI 纳入 A 股的比重经过三次扩容后，目前 A 股纳入因子已提升至 20%，11 月份中盘股以 20% 纳入因

子一并纳入；标普道琼斯指数对 A 股的纳入因子已达 25%；富时罗素指数也将于 2020 年 3 月将 A 股纳入因子提升至 25%。外资进入境内股市的渠道越来越畅通。

按一般投资者的传统思维，外资对股市而言属于风险厌恶型投资者，对境内习以为常的概念炒作比较鄙视，而更以价值投资理念参与股市投资而且是以长期投资为主。

而人们常说的“北向资金”扮演着“聪明资金”的角色，让投资者刮目相看，截至 12 月 19 日，北向资金今年净流入规模逼近 3400 亿元。有一个事件的发生，让笔者再度留意到外资进入 A 股市场的风格问题，继 000333 美的集团之后，截至 12 月 18 日，300012 华测检测，QFII/RQFII 深股通投资者持有 A 股总票数达 4.31 亿股，持股比例首次超过 26%“预警线”。

回顾之前，香港交易所 3 月 5 日发布公告称，由于大族激光海外投资者合计持股比例超过 28%，从 2019 年 3 月 5 日起深港通将暂停接受该股票的买盘。而早在 2015 年 5 月 19 日，上海机场也因总境外持股比例超过 28% 而被“限购”，这意味着华测检测成为历史上继上海机场后第四家因外资持股比例接近上限触发暂停深港通买入的 A 股。

由于上海机场是笔者很早之前就看好并长期跟踪研究的股票，因此对外资抱团扎堆买入看好的股票风格记忆尤深。外资对上海机场长期看好并持有的操作策略也得到丰厚回报。

因此以后出现的撞车 26% 的其他股票笔者同样刮目相看，也许好运不断，那些 26% 股票同样表现出色。

那么回到本文开头的问题，假如投资也持有类似 26% 的股票，上证指数是不是 3000 点与你何干呢？

股市不涨 26% 票涨，股市涨了 26% 票一样涨，找好股票是不是远重于股市的 3000 点吧？

文兴

口臭

可用 养阴明口香合剂

功能主治 用于胃热津亏，阴虚郁热上蒸所致的口臭、口舌生疮、牙龈肿痛、咽干口苦、胃灼热痛、肠燥便秘。

功能主治 中医：清胃泻火，滋阴生津，行气消积。用于胃热津亏，阴虚郁热上蒸所致的口臭、口舌生疮、牙龈肿痛，咽干口苦、胃灼热痛，肠燥便秘。

全市各大药房有售 电话：62041665

69.8元/盒

灰指甲

可用伊甲[®]复方聚维砷酮胺剂

适应症 1. 用于足癣、体癣、头癣、花斑癣、手癣、甲癣；并发细菌感染也可使用。 2. 用于疖、蚊虫叮咬、手足多汗症。

全市各大药房有售 电话：62041665

138元/盒 60ml/盒

销售地址：[黄浦]：南京东路第一医药商店、淮海路各药房、[静安]：区各药房、愚园路232号、山西北路208号、中华新路957号、[虹口]：四川北路各药房、[徐汇]：汇丰各药房、茶陵路216号、[长宁]：玉屏南路152号、[普陀]：曹杨路673号及复美各药房、[浦东]：海阳路622号、养和堂各药房、[惠南镇]：城东路268号、[杨浦]：长海路349号、[宝山]：牡丹江路各药房、友谊路223号、[闵行]：江川路242号、莘朱路152号、[松江]：沪宁北路758号余天成各药房、[嘉定]：沙霞路83号、[金山]：恒德药店各药房、[奉贤]：解放中路20号、[青浦]：青安路210号、[崇明]：东门路178号等全市各大药房有售。广告