

可转债

作为固收+产品里的+部分，可转债是重要的投资品种之一，它极具弹性可以博取更高的收益。

可转债的全称为可转换公司债券，与普通债券的最大区别，是可以按照一定的规则和比率将转债转化为股票，对应的股票称为正股。

需要注意的是，可转债的转股权

是投资者的一种权利而非义务，投资者既可以选择行使转股权，即将手中的转债转换为股票，也可以选择将转债作为一只债券持有至到期获取本金和利息。可转债相比普通的信用债具有更好的流动性，可以通过二级市场交易赚取资本利得。

一张转债的票面价值是100元，能够转换的股票数目是固定的，转债行使转股权后得到的价值，相当于以面值100元为本金，按照约定的价格购买股票后对应的市场价格。因此转股权的价值本质上可以视为一种看涨期权的价值，转债的价格也很大程度上受正股价格左右。此外，我国的转债产品通常还设置有赎回条款、回售条款和下修条款等附加条款，而这些条款在不同的价格水平下会体现出不同的价值，这使得转债成为了一种复杂的衍生品。

可转债的特点总结来看，首先，转债仍是一只债券，具有定期支付的利息，到期偿还本金等基本要素；第二，这只债券在转股期限内可以按照一定的比例转化为股票，从而获得对应份数正股；第三，转债产品通常具有一些附加条款设定，从而使得转债产品的定价更为复杂；最后，由于转股权的存在，转债正股的走势是决定转债市场价格的重要因素。

可转债特殊条款

有条件赎回条款是一种转债发行人的权利。条款通常规定，转股期内，当转债正股过去 30

个交易日中有15个交易日的收盘价

超过转股价格的130%，发行人有权以债券面值加上当期应计利息的价格从投资者手中赎回可转债。转债发行人行使条件赎回条款也常被称为强赎，强赎的真正目的并不在于从持有人手中赎回转债，而是促进持有人转股。转债触发强赎时，平价和价格通常已持续处在130元以上的位置，持有人若选择接受赎回，那么得到的赎回金额通常是100元本金+几块钱利息。所以对于理性的投资者来说，转股获得平价显然是更好的选择。当然在实际的赎回日前，投资者也可以直接卖出转债，但在赎回日临近时，最后的持有人依然会选择转股。因此，强赎转债会促使投资者完成转股，对于转债发行人和持有人来说都是最理想的退出方式。强赎达成后，发行人不

必再支付转债剩余的本息；对于持有人，强赎转股也意味着其成为了股东。

回售条款是转债投资人的保护性权利。条款规定，在约定期限内，若正股价格出现一定程度下跌，例如在过去30个交易日内连续低于转股价的70%，那么投资者有权按照一定价格将持有的可转债回售于转债发行人。对于转债发行人而言，回售当然不是一个好消息，这意味着转债发行人不得不提前偿还本息，而发行转债最大的优势本应是达成转股后便不需要偿付后续本息。不过，回售条款通常仅在转债的最后两个计息年度才能触发，这意味着在转债发行后的前四年中，即便是正股出现了较大幅度的回调，发行人也不会面临实际的回售压力。

下修条款是转债发行人的权利。条款规定，当正股价格出现一定程度下跌，例如过去30个交易日内有15个交易日的收盘价低于转股价的85%，那么发行人有权在一定程度内下调转债的转股价格。一般情况下，下修的价格触发线有90%、85%和80%三个等级，触发价格设置越高，则条件越容易达成。下修条款最直观的意义是防止回售条款的实际触发，因此触发条件一般弱于回售条款。下修执行后，转债的平价将瞬间上升，转债的价格也有很大相应提升的可能。

可转债定价方式

基于转债既是债券，又能转换为股票的特殊性质，转债产品的价格构成可以从两个角度进行理解。

第一，由于转债的本质是一张含有期权

和条款价值的债券，并且可以当做一只普通信用债持有至到期，因此我们可将转债的价格理解为，以其作为普通债券价值的底价，再加上其特有的转股权、附加条款等价值的加总。在这样的定价思路下，转债作为债券的价值通常被称作纯债价值，而转债的市场价格高于纯债价值的部分被称为纯债溢价率，反映的是转股权的期权价值，以及赎回条款、下修条款和回售条款等附加条款的价值。

第二，由于转债在转股期内可以随时行使转股权，按照一定比例将转债转换为股票，因此转出股票的市场价值（通常称作平价或转换价值）可以作为转债的另一个底价。平价的计算公式为 $(100/\text{转股价}) \times \text{正股市场价格}$ ，由于转股价为常数（除非使用下修条款），因此平价与正股价格呈线性关系

。而转债市场价格高于平价的部分被称为转股溢价率，主要反应了市场对于正股未来上涨空间的预期。需要注意的是，随着市场情绪的变化，市场给予正股未来上涨的预期会发生改变，转债市场的供需关系等其他外部因素也会影响这一价差的变化。

由此，转债

价格可拆分为正股价格决定的平价，以及市场预期等因素决定的溢价两部分。

可转债与一般债券和股票的比较

可转债具有进可攻，退可守的产品特性。股票上涨和下跌空间均无限；信用债上涨有限、下跌无限；可转债上涨无限、下跌相对有限。对于投资者——尤其是固收类投资者而言，转债是重要的博取收益工具。转债品种具有接近于权益类证券的高收益率，弹性显著超过其他固收类产品，这意味着固收类投资者可以利用转债产品获得间接参与权益市场的机会。同时，转债的价格波动通常小于对应的正股，从而使得转债有着更高的夏普比率

。对于权益类投资者而言，转债产品由于具有纯债价值的底价保护和波动更低的特性，也为其提供了更为稳健的投资选择。

对于发行人而言，转债也是一种较为便捷的融资工具

。相对于信用债，由于有转股条款的存在，转债的融资成本较低，并且在促成转股之后便无需再偿付后续的票息和本金。而相对于定增，发行转债同样具有审批流程短、股权稀释滞后等优势。值得注意的是，与信用债相反，转债发行人与投资者利益一致。为了促成转股，通常需要转债对应的正股价格上行，因此在价格方向上，转债发行人和投资者的诉求是高度一致的。

止损特性。而价格上涨时转股溢价率压缩和赎回条款的存在迫使投资者止盈退出。

由于转债的种种优势，其价格通常高于转换价值和债底，可以视作为这些优势付出的溢价。

可转债研究思路

依据转债股性和债性的相对强弱，我们常采用不同的分解方法对转债的价格进行分析。通常情况下，当正股对转债价格驱动力较强时，我们认为转债的股性较强，此时转债的平价会明显高于纯债价值，我们也常采用以平价为底的估值方法。而当正股对转债价格的驱动力不强时，我们认为转债的债性较强，此时转债的平价往往已明显低于纯债价值，我们通常采用以纯债价值为底的分析思路。

对于股性较强的转债，最重要的驱动因素是转债正股的走势，分析方法与权益类资产

的思路无异，正股

的主营业务、行业趋势、竞

争格局、上下游关系、营收利润

现金流等因素都是我们需要研究的重点。另一个核心关注点则是转债的估值指标——转股溢价率，即为转债价格超出转债平价的幅度，主要反映的是市场对于转债正股未来上涨空间的预期。除正股价格外，转股溢价率还会受到其他许多外部因素的影响，例如：当市场情绪高涨，风险偏好

提升时，市场可能将愿意对相同资质和平价水平的转债付出更高的溢价；当新券供给出现短缺、或短期内老券大规模退出时，存量券的转股溢价率也可能会由于供需的失衡而升高；公司近期的利好和利空消息会对正股的市场预期造成影响，从而影响转债估值水平；当信用和利率债品种持续缺乏行情时，转债品种也可能会因为替代效应而使得需求量提升，推高估值

。因此需要综合考虑市场情绪变化和市场的供需关系等因素，判断当前估值水平是否合理，并结合正股信息综合对转债价格做出判断。

在偏债型转债品种的分析中，转债以纯债价值作为底价，相较于偏股型品种，具有更强的债底保护效应。偏债型品种的价格往往与债底较为贴近，而与价格的理论上限则存在较大的空间，其价格的上行空间远大于下行风险，具有天然的空间优势。

从历史经验来看，大部

分转债最后都以转股的方式顺利结束生命周期

，这意味着这些偏债型品种价格出现大幅上涨的概率较大，毕竟促成转股时转债价格通常会在130元以上。在筛选偏债型转债品种时，首先我们需要对信用风险进行分析，因为信用风险会使偏债品种的防御性优势荡然无存。

（更多内容可观看5月27日支付宝理财太平基金直播回放）



中国太平
CHINA TAIPING

太平基金管理有限公司
TAIPING FUND MANAGEMENT CO., LTD.

鞭辟入里可转债

聊聊建材与养殖

主持人

SUNNY



蒋栋轩

可转债研究员



上支付宝搜理财直播，进入太平基金直播间

开播时间：5月27日

19:00-20:00



保存图片到相册



打开支付宝



扫一扫
相册选取该图片



支付宝扫码观看

风险提示：基金有风险，投资需谨慎

风险提示

基金管理人与股东之

间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金

财产的投资运作。文中内容及观点仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议，也不保证在信息发生更新的情况下作出的建议不发生变化，公司及其员工不就本文涉及的任何投资作出任何形式的风险承

诺或收益担保

，也不对任何人使用本文内容而引致的任何损失承担任何责任，任何人士及机构均不应依赖该文取代其独立判断。

太平基金在本文中的所有观点仅代表太平基金在本文成文时的观点，太平基金有权对其进行调整。本文转载的第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表太平基金的立场，太平基金不对其准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。除非另有明确说明，本文的版权为太平基金所有。未经太平基金的事先书面许可，任何个人或机构不得将此文或其任何部分以任何形式进行派发、复制、修改或发布。如转载、引用或刊发，需注明出处为"太平基金管理有限公司"，且不得对本文进行任何有悖原意的删节或修改。

基金有风险，投资需谨慎。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证本基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

我国基金运作时间较短，

不能反映股市发展的所有阶段。中国证监会

对本基金募集的注册，并不表明对其的价值和收益作出实质性判断或保证，也不表明投资于本基金没有风险。太

平基金郑重提醒您注意投资风险

，在进行基金投资前请仔细阅读相关风险提示函和本公司旗下各基金的《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件以及披露的最新相关公告，并选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资，谨慎进行投资决策。

本文源自太平基金