

【基础教学】第 3 课 | 如何判断一支可转债的价值

作为一个“进可攻，退可守”的投资品种，可转债吸引了越来越多投资者的目光。那么，市场上有那么多可转债，究竟该投资哪一只？作为投资者，又该怎样分析可转债的价值呢？

萌兔把可转债的价值分为两大部分，分别是内在价值和外在价值。

首先，我们来看一下可转债的债性分析指标。

一、可转债的内在价值（债性）

1、可转债信用评级

债券信用评级是以企业或经济主体发行的有价债券为对象进行的信用评级。债券信用评级大多是企业债券信用评级，是对具有独立法人资格企业所发行某一特定债券，按期还本付息的可靠程度进行评估，并标示其信用程度的等级。这种信用评级，是为投资者购买债券和证券市场债券的流通转让活动提供信息服务。

这个评级是需要专门的评级机构来判定的，目前国际上公认的最具权威性的信用评级机构，主要有美国标准·普尔公司和穆迪投资服务公司，但是由于准入原则，可转债主要是以国内五家专业的评级机构来判定，一年判定一次，和个人的征信评定类似。

目前市场中有 A、B、C、D 四种大的评级，A 等级的信用级别最高，D 的信用评级最低。

由于上市公司发行可转债受到各种条款的约束，所以信用评级都在 A 大类以内，表示此可转债基本没有信用风险。可转债的 A 类信用评级细分为 7 种，萌兔——给大家解释。

AAA 级：目前市场上一共有 25 只，3A 级转债基本上是央企、地方龙头国企、“两参”或者“一控”的银行的龙头民企。（同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东参股商业银行的数量不得超过“2 家”，或控股商业银行的数量不得超过“1 家”）

央企和地方龙头企业有国家信用背书，能够以足够低的成本融资，而且信用违约风险极低，最典型的就是浦发银行发行的浦发转债。

基本条款			
债券代码	110059.SH	债券简称	浦发转债
当前余额(元)	499.99亿	债券类型	可转换债券
正股代码	600000	正股简称	浦发银行
正股股价(元)	10.35	转股溢价率	44.08%
转股价(元)	14.45	转股价值	71.60
质押券代码	--	折合标准券(元)	68
上市日期	2019-11-15	摘牌日期	--
最新债券评级	AAA	交易市场	上交所
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司		
发行价格(元)	100	最新票面(元)	100
票面利率(当期)	0.20%	利率类型	累进利率
息票品种	附息	付息频率	每年付息1次
下一付息日	2020-10-28	距下一付息日	62天
利率说明	本次发行的可转债的票面利率为:第一年0.20%、第二年0.80%、第三年1.50%、第四年2.10%、第五年3.20%、第六年4.00%。		
剩余期限	5.2年	期限	6年
起息日期	2019-10-28	到期日期	2025-10-28
缴款日期	2019-10-28	下一行权日	2020-08-28
债券全称	上海浦东发展银行股份有限公司公开发行可转换公司债券		
发行人	上海浦东发展银行股份有限公司		
担保人	--		

两参一控银行的龙头民企，属于民营资本大鳄，对某一个行业影响深远，国家不会放任不管，相当于是变相背书。比如刘永好的希望系，以上市公司新希望为模板发行了希望转债。转债信用评级为 AAA，评级机构为联合信用评级公司。

127015.SZ 希望转债				最新价:190.5	涨跌:5.5	涨跌幅:2.97	振幅:3.96	成交量:13.00亿	成交
基本信息		债务风险		财务分析		关联品种			
债务条款 发行人 持有人 现金流 募资投资									
基本条款									
债券代码	127015.SZ			债券简称	希望转债				
当前余额(元)	21.15亿			债券类型	可转换债券				
正股代码	000876			正股简称	新希望				
正股股价(元)	37.38			转股溢价率	0.04%				
转股价(元)	19.63			转股价值	190.40				
质押券代码	--			折合标准券(元)	114				
上市日期	2020-02-04			摘牌日期	--				
最新债券评级	AAA			交易市场	深交所				
评级机构	联合信用评级有限公司								
发行价格(元)	100			最新票面(元)	100				
票面利率(当期)	0.20%			利率类型	累进利率				
息票品种	附息			付息频率	每年付息1次				
下一付息日	2021-01-03			距下一付息日	129天				
利率说明	票面利率:第一年0.20%、第二年0.40%、第三年0.80%、第四年1.20%、第五年1.60%、第六年2.00%。								
剩余期限	5.4年			期限	6年				
起息日期	2020-01-03			到期日期	2026-01-03				
缴款日期	2020-01-03			下一行权日	2020-08-28				
债券全称	新希望六和股份有限公司公开发行A股可转换公司债券								
发行人	新希望六和股份有限公司								

希望转债，在年初热火朝天的可转债行情中，上市开盘价仅为 107 元，但是随着时间的推移，转债稳步抬升，目前债价 198 元，收益达到 80%。



目前市场中 AAA 级可转债的市场平均溢价率为 21%。

AA+级：目前市场上一共有 38 只，以地方国企以及中小金融机构为主，能够对地方经济产生重大影响，一般都有地方政府背书，所以信用也较好。如银行类的紫银转债以及张行转债，张转债信用评级为 AA+，评级机构为中诚信国际信用评级有限责任公司。

基本条款			
债券代码	128048.SZ	债券简称	张行转债
当前余额(元)	24.98亿	债券类型	可转换债券
正股代码	002839	正股简称	张家港行
正股股价(元)	6.29	转股溢价率	13.00%
转股股价(元)	5.76	转股价值	109.20
质押券代码	--	折合标准券(元)	--
上市日期	2018-11-29	摘牌日期	--
最新债券评级	AA+	交易市场	深交所
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司		

目前 AA+级，市场给予的平均溢价率为 17%，AA+以及 AAA 由于有背书效应，是非固收类基金最喜欢的品种，是转债市场的基石。

AA 级：以知名的民营企业为主，正股在行业中都有亮点，也是市场中信用评级的主流，当前一共有 117 只 AA 级可转债。由于数目众多，散户关注也比较高，当前市场溢价率为 21%。典型的有赣锋转债、特发转债、海印转债等。

AA-：以一般上市公司为主，目前市场中一共有 79 只。由于上市公司没有特别好的看点，所以在发行可转债的时候，会设置相对宽松的下修条款或者是高票息，来促进可转债转股。此类转债有百川转债、鸿达转债、花王转债。百川转债由上海新世纪资信投资服务公司评级，六年本息高达 130.3，而且下修条件极其宽松，是萌兔三线建仓法配置的可转债之一。

百川转债 (128093 深圳)	正股：百川股份 (002455 深圳)	行业：化工—化工
发行日期：2020-01-03	发行金额：5.2亿元	转债现价：110.96
到期日期：2026-01-03 剩余5.35年	剩余金额：5.2亿元 占市值18.5%	转股价值：92.67
股票现价：5.44 较转股价低-7.3%	今日成交：264万元 换手率0.5%	转股溢价：19.7%
转股价格：5.87	强赎起始日：2020-07-09	纯债价值：96.81 折现率5.9%
转股起始日：2020-07-09 (说明)	强赎转债价：应计利息+100	回售价值：88.05
债券评级：AA- 主体评级：AA-	强赎触发日：尚未触发	税前到期收益率：3.16%
各期利息：0.5，0.8，2.5，3，3.5，4	回售起始日：2024-01-03 剩余3.35年	税后到期收益率：2.20%
到期还本（不含息）：116 本息共130.3	回售转债价：应计利息+100	税前回售收益率：-0.94%
<div>下修条件：连续30个交易日中至少15个交易日收盘价格低于当期转股价格的90%</div> <div>强赎条件：连续30个交易日中至少20个交易日收盘价格不低于当期转股价格的130%，或者余额小于3000万元</div> <div>回售条件：连续30个交易日收盘价格低于当期转股价格的70%</div> <div>担保：以自有资产抵押担保，自有资产包括土地、房产、设备等，抵押资产评估值为 98,069.05 万元。</div>		

A+： 此类可转债发行公司因为债务或者净资产等原因，使得可转债信用评级较低，有的甚至是通过第三方担保而发行的，这类转债规模普遍较小，是游资偏爱炒作的品种。比如横河转债，由上海新世纪资信评估投资服务有限公司评估，是当前转债市场的妖债风向标。

A： 此类可转债一般是由 A+转债下调评级所致，但是也有部分转债是借助可转债发行浪潮而发行，是市场的边缘品种，目前市场上该评级的只有联诚转债和三超转债两只，此类转债我们避而远之。（辉丰转债由于正股亏损，信用评级由之前的 A+ 下调为 A 级。）

A-： 此类转债是由于在存续期间正股基本面发生了重大变化，从而导致可转债信用评级降低，可能存在退市风险，目前市场中仅有一只，亚药转债。

128062.SZ 亚药转债			
最新价:80.497		涨跌:0.147	涨跌幅:0.18
振幅:0.86		成交量:1.71亿	成交
基本信息	债务风险	财务分析	关联品
债务条款 发行人 持有人 现金流 募资投资			
基本条款			
债券代码	128062.SZ	债券简称	亚药转债
当前余额(元)	9.64亿	债券类型	可转换债券
正股代码	002370	正股简称	亚太药业
正股股价(元)	5.97	转股溢价率	119.11%
转股股价(元)	16.25	转股价值	36.74
质押券代码	--	折合标准券(元)	--
上市日期	2019-04-24	摘牌日期	--
最新债券评级	A-	交易市场	深交所
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司		

2、可转债票面利率

票面利率由发行公司与主承销商协商确定，但必须符合国家的有关规定。利率定得低，虽然有利于降低融资成本，但是也会降低可转债的纯债价值，在正股基本面以及信用评级不是很好的情况下，可转债的机构申购量就会减少，发行难度会加大。

如果票面利率定得高，虽然有利于确保发行成功，但企业融资成本也会相应提高。所以在实际操作中，我们可以看到国企以及银行类的可转债票面利率相对较低，而民营企业以及对资金需求比较强的公司可转债票面利率定得比较高。

可转债的票息包括两个部分，一部分是每年到期需要给投资者的利息，此利息较低。第二部分是六年到期后的补偿利息。

票面利率和到期补偿利率以及信用评级决定了可转债的债底，债底随着时间的变动而提高，同一信用评级的转债中，债底越高，价值越高。债底=六年本息-贴现，债底高于 100 元，可以归类为高票息转债。

比如百川转债，6 年本息合计 130.3，如果公司没有在可转债存续期间进行强赎，那么每 100 元可转债，6 年合计需要支付 30.3 元的利息，其中最后一年需要支付 16% 的补偿利息。

百川转债信用评级是 AA-，剩余年限为 5.35 年，按照 AA-信用评级的贴现率为 4%，那么债底为 $130.3 - 5.35 \times 4 = 108.9$ ，债底越高代表可转债的内在价值越高，对于投资者而言，投资越安全。

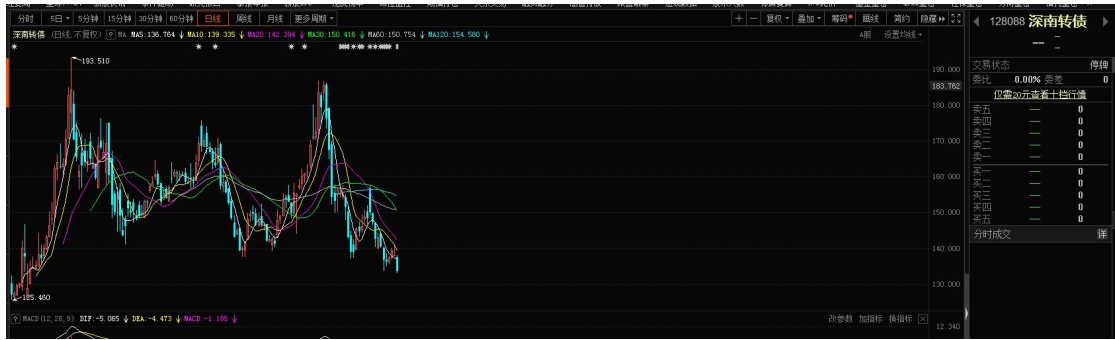
对上市公司而言，如果以这样的高利息水平发行可转债仅仅是为了筹资，到期赎回，那还不如直接在银行贷款，条件还没有这么苛刻，贷款利息还低。所以，一般到期补偿利率较高的可转债，上市公司都会在存续期间想尽一切办法达成强赎条件，促进可转债转股。

二、可转债的外在价值：（股性）

1、正股股性强，震荡幅度大，或者有题材做支撑，在炒作的时候很容易触及强赎条件。

由于转股价的桥梁作用，债随股动，可转债也会有较大的振幅，比较容易站上 130 元，这样的转债我们可以给予较高的三线，也就是说建仓时的预期收益率可以适当降低。

这一类的代表有深南转债，上市仅有 7 个月，转债最高为 193，目前已经公布强赎。



另外萌兔今年收益最大的奥佳转债，正股股性活跃，上市以来最低价 102.5 元，最高价 158 元，预计接下来将会发布强赎公告，促进转股。此类转债适合用三线建仓法操作。

如果正股股性弱，市场关注度小，那么将给予较低的三线，需要有足够高的预期收益率吸引，才会动用资金来参与建仓。这类以银行类定海神针为代表，银行虽然赚钱能力最强，但是容易陷入价值陷阱，因为信用评级高，利息给得低，转股价主动下修空间有限，而且无权回售。比较典型的是浦发转债，当前债价 103 元，安全垫不错，但弹性空间较小，如果有情绪性杀跌，就是比较不错的抄底机会。



2、正股基本面优秀，有基本面做支撑，看好正股未来的走势。

这种情况，可转债持有者就相当于持有一份保底的看涨期权，有底部的保障和转股价的桥梁左右，带动股债联动。此类型转债萌兔上半年主要操作了希望转债、海大转债和维尔转债，另外还有即将上市的隆 20 转债。

此类型转债，能真正做到下有保底、上有空间，操作上可以以持有为主，直到正股运行趋势发生改变时再卖出。



维尔转债：今日上市，转债发行规模9.17亿，规模较大，信用评级AA-，到期赎回价为118，六年到期本息合计124.8，上市公司促进债转股的意愿较强。纯债价100，当前正股转债值94，预期上市价格120~122，**首日开盘价不及萌兔的预期，进行了一个低吸操作。**

成交时间	证券代码	证券名称	操作
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买
09:30:02	123049	维尔转债	买

在前期的互动中，萌兔给大家分享了维尔转债的研究成果。维尔利是国内垃圾渗滤液处理行业细分龙头。公司2011年上市以来，营收CAGR达33.7%，净利润CAGR达27.9%。

2003年德国WWAG公司受联合国工业发展组织的委托，在中国成立全资子公司“维尔利”，开始率先在国内承做垃圾渗滤液处理项目。2007年9月管理团队对公司进行增资重组（MBO），独立业务运营，2011年上市。

维尔利能够成为业内渗滤液处理专家，一方面源于国内垃圾处理的特殊性。随着城镇化提速，国内生活垃圾处理问题日益严重，渗滤液是垃圾填埋过程中生物降解后产生的高浓度有机液体，对水体污染较大。在外国企业介入前，国内自身渗滤液处置水平较为有限。我国无害化处置率从2010年的63.5%提升至2017年的95.9%，且随着国内消费水平提升，每年垃圾处理量和相应渗滤液处置规模快速提升，对相关企业也是难得的发展机遇。

另一方面，公司自身的技术先发优势也是制胜关键。维尔利从初入中国开始就深耕国内渗滤液处置业务，已拥有成熟的MBR、厌氧、超滤、纳滤、反渗透等核心技术。公司在国内率先运用主流成熟技术工艺MBR+膜深度处理来处置垃圾渗滤液，十多年来在全国各地承接了一百多项渗滤液处理项目，拥有丰富的技术运营经验。

中长期看，渗滤液处理的需求空间依旧较大，作为行业龙头，维尔利有较好的综合成长潜力。随着垃圾分类重要性一再提升，厨余垃圾处置需求或再次打开公司主营业务成长空间，未来成长逻辑清晰。

