

【基础教学】第 1 课 | 什么是可转债？

可转债全称为可转换公司债券，意思就是在一定条件下可以转换为股票的公司债券。

重点就在于“转” 这个字

简单的举个例子：

A 上市公司发行可转债，规定债权人（即可转债投资人）持有可转债一段时间之后（这段时间叫做封闭期）可以将债券转换为 A 公司的股票，[可以转换的数目为债券票面价值除以转股价](#)。

比如债券票面价值为 100 元（可转债债券票面 100 元，这里要注意区分债券票面价值和债券市场价格），转股价为 10 元，那么转换后就可以得到 10 股股票。在特定的时间，一张 100 元面值的可转债可以转换的数目(k)都是固定的，[k=100/转股价](#)。

在什么时候可以进行债转股呢？这里边有两个时间条件和一个价格条件：

时间条件一：封闭期之后，这个很好理解；可转债发行上市以后，必须过了一定的时间以后才能进行转换，这个时间就是封闭期。例如：湖盐转债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。也就是发行上市六个月之后才能转股，在封闭期六个月内即使股价涨上天，也不能转换股票。

时间条件二：债券到期日之前，一般可转债的发行存续期为 6 年，持有者可以随时转换成股票（需要在股市开盘时间）。

可转债的转股价不是一尘不变的，转股价的修改分为主动修改和被动修改。

当正股分红，或者股本发生改变时，转股价会发生相应修改，这种修改为被动修改。

当正股连续多日低于可转债转股价下修条件时，上市公司有权利主动下修（不是责任义务），国企下修后的转股价一般不会低于净资产，民营企业则需要看大股东对资金的稀罕程度。

可转债是平价发行的分期付息债券。这个其实很好理解，可转债票面价值都是 100 元，那么就以 100 元为发行价格，这就

是平价发行。

一般可债券存续期为 6 年，与普通债券不一样的是可转债的利息较低，所以在最后一年都会有补偿利率，这个补偿利率根据公司对资金渴求度和信用评级来界定。

其中最高的为 22%(英科转债)，最后一年要付 16%的补偿利率+6%的票面利息，远高于银行的贷款利息。上市公司为了避免真金白银偿付高利息，会在可转债发行并满足转股条件后，积极促进可转债持有人进行转股，转股后公司的债务就转变为了资产。

最低为 3%（银行类），这类型低票息的转债，到期后上市公司只要支付较少的利息，远比银行贷款划算，所以上市公司的强赎意愿不强，而且愿意以新换旧。也就是发行新债来填充旧债，这类以银行转债为主，在基本面没有恶化的前提下，可以无限次数的发行，就像是拿信用卡还花呗。

又因为可转债是按年支付利息的固定面值转债，具有债券属性，所以会根据国债贴现率计算它的纯债价值。假设某 AAA 级可转债，面值 100 元，前面五年利息为 7%，六年利息+补充利率为 6%，六年合计 113 元，对于 AAA 级转债我们按照

每年 2.5 的贴现计算，那么纯债价为 $113 - 2.5 \times 6 = 98$ ，其含义在于 98 元，我存在银行，按照特定的利息六年后可以达到 113 元，所以在第一年只值 98 元，这个就是债底。

可转债还是看涨期权，看涨期权比较深奥一点，萌兔给大家举个例子：比如你与市场签署了一份约定有权 100 元购买某支股票的协议，并且支付了 10% 定金 10 元，当某天股票价格涨至 120 元时，怎么办？当然是行使期权，花 100 元买入这只股票，相当于你用 10 元的成本赚了 20 元。而当某天股票价格跌至 90 元，那么可以选择不行使期权，从而避免了股价下跌的损失。如在约定的价格内股票价格只有 80 元，也可以选择可以选择不行使期权，只亏损了 10 元的定金，减少损失，所以期权是以有限的风险来换取无限的利润。

假设前面案例中的 AAA 级可转债现价为 113 元，转股价为 10 元，那么 $113 - 98 = 15$ 就是一份期权，也就意味着以 15 元的最大损失，锁定了 10 股正股，每股的期权价格为 $15/10 = 1.5$ ，最终看持有者是否会行使转股权利。

所以该 AAA 级可转债的未来价值 = 纯债价（债底）+ 看涨期权，看涨期权为 1.5，则可转债未来价值 $Y = 10 \times 1.5 + 98 = 113$ 元。可转债价格的变动是可转债期权变动的结果。

比如近期上市的本钢转债，因为具有 AAA 级评级，六年本息+补偿里利率为 128.6，按 2.5% 贴现率计算，可以计算出它的纯债价为 $128.6 - 6 \times 2.5 = 113.6$ ，那么看涨期权部分为 99 (当前债价) $- 113.6 = -14.6$ ，也就是说除去掉纯债部分，目前本钢转债的看涨期权为负，意味着买入一张转债，上市公司将补贴 14.6 元的期权，期权上涨无限，这也是本钢转债受到机构类投资者喜爱的最根本原因。

可转债的收益怎么计算？

可转债定义总算是理清了，接下来给大家讲解可转债的收益到底怎么算。可转债可以按照是否持有或转换为股票分为三种状态。

1、一直持有不转换，持有到期，获取固定收益，那么收益就是固定的利息率，这个利息率一般不会很高，每年 1%-2.5% 之间。

但是有大部分可转债都会强赎，所起实质收益为存续利息+30%的收益，不用承担大风险，此类方式最主要的是筛选高票息可转债（百川转债、鸿达转债），因为此类可转债最后一

两年票息压力比较大，大多数上市公司都会选择在这之前进行强赎促进转股，而强赎 130 元是一个必须到达的一个价格。

2、将可转债进行转股，通过溢价率进行获利。由于 T 日转换的股票需要在 T+1 日才能上市交易，存在较大的不确定性，可转债转股套利风险较大，所以只有在有具备融资融券，或者持有正股的情况下使用，在卖出正股的同时，买入可转债进行转股，完成套利。

当低位转债出现较大的负溢价时，可以适当的赚取溢价提升的升水空间。

3、既不持有至到期日，也不选择转股，而是直接进行可转债的波段操作。此类适合正股股性比较活跃的个股，比如张行转债、华安转债、奥佳转债等。

可转债的主要投资机会在哪里呢？

1、市场出现非理性行为，溢价率为负时出现的套利机会，这种机会比较少，而且很会被套利大军拉平套利空间。比如今年初，新冠疫情影响股市开盘大跌，出行极度的情绪性抛盘，这时萌兔重点关注的张行转债，也给到了捡黄金的机会，如果你

掌握了可转债的期权理论，那么像年初这样的机会，你一定不会错过。

2. 纯信用申购带来的普通投资者对转债市场的特性不了解，且不熟悉转债市场的流动性特征，往往导致新券上市初期的抛压过重，而出现短期溢价率为负的情况。

3、部分情况下（溢价率为正但幅度不大的时候），买入转债比买正股性价比高，因为前者下跌空间相对有限（通常不低于其债券部分价值），就像本周给大家分析的海印转债，就比买入海印股份正股更加具备性价比。

4、转股价的变动，当转股价下修的时候，会造成可转债的内在价值的变化。还是以前面距离的 AAA 级可转债来讲解，可转债的价值公式为 $Y = 100 / \text{转股价} \cdot \text{期权} + \text{债底}$ ，当转股价下修，从而使得可转债内在价值上涨，而获得上涨空间。

打比方，前期转股价为 10 元，债底为 98，现在转股价下修为 8 元，那么可转债的价值相应变为 $Y = 100 / 8 \cdot 1.5 + 98 = 116.8$ ，相对于下修前的 113，可转债的内在价值提升了 3.8 元。

5、由于可转债的交易机制是 T+0，不设涨跌幅，而股票交易

机制是 T+1，具有涨停机制，当正股涨停时候，如果市场给到的涨停封单较大，表明正股第二个交易日还会有冲击涨停的潜力，那么这个时候也会带来可转债的操作机会。