



# 股性背景下的可转债信用风险

联合资信 工商评级一部



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



## 一、研究背景

2017年以来我国可转债发行量快速增加，并于2019—2022年到达峰值，成为资本市场重要的融资方式之一。近年来，随着高峰期发行的可转债陆续进入到期兑付阶段，部分可转债信用风险暴露，但较信用债而言，可转债的股性为其降低信用风险提供更多途径。

可转换债券是公司发行的一种较为特殊的公司债券，它赋予了持有者将所持债券在条款规定的限期内转化为公司普通股股票的权利。与单纯持有债券或者股票不同，在未转股期间，持有者可以获得发行条款中规定的固定利息收益，而在选择转股之后，持有者还可以获得股价上涨带来的风险收益。因此，可转换债券是一种兼具股权和债权特征的金融衍生工具。

2017年，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对《上市公司非公开发行股票实施细则》（以下简称《非公开发行股票细则》）部分条文进行了修订，并同时发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》（以下简称《发行监管问答》），对上市公司通过定向增发进行融资的定价机制、融资规模、时间间隔、公司资质等诸方面都提出了更加严格的要求，证监会对定增监管的趋严使得可转债这一再融资方式呈现出了更大的优势。不少上市公司可能利用可转债转股的特点，将其视为定向增发的替代手段；同年9月，证监会将可转债的资金申购方式改为信用申购，也就是投资者只要拥有股票账户，不管账户里有没有资产，都可以进行申购，只需在中签后再履行缴款义务即可，这种申购方式，极大地扩充了可转债投资者的范围。持续的政策落地促进了我国可转债发行量的快速增长，2019年，我国全年公募可转债发行金额达2,667.75亿元，并于2021年当年达到峰值2,788.37亿元，2022年起同比有所回落。

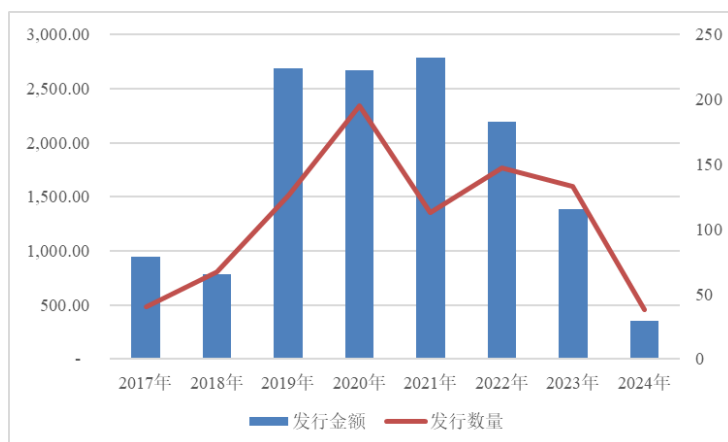
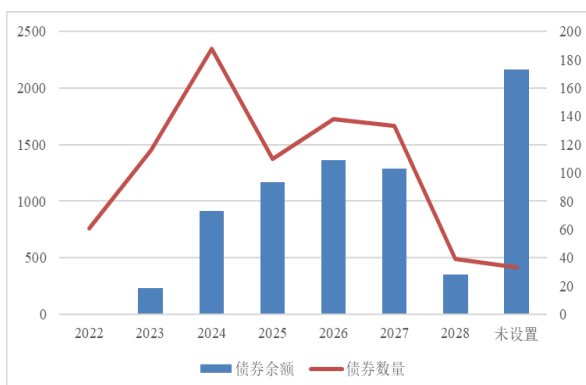


图 1.1 2017 年以来公募可转债发行金额及发行数量情况（单位：亿元、只）

资料来源：Wind

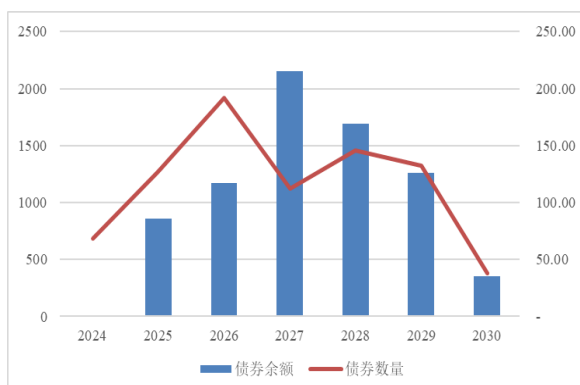
我国可转债的发行期限通常为 6 年，并将回售条款设置为存续期最后 2 年连续 30 个交易日正股价低于转股价的 70% 或者募集资金改变用途时可触发回售。金融企业发行的可转债部分未设置有条件回售条款。2019—2021 年为我国可转债发行的高峰期，此阶段发行的可转债，如若未提前摘牌，则会于 2023—2025 年进入回售期，并将于 2025—2027 年进入兑付期。由于可转债余额较大，叠加近年来资本市场波动，部分可转债信用风险暴露。考虑到可转债不同于普通信用债的发行条款以及交易属性，可转债信用风险化解的方式更加多元化。



注：上表债券余额日期为截至 2024 年 11 月 26 日

资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 公募可转债回售情况 (单位：万元、只)



注：上表债券余额日期为截至 2024 年 11 月 26 日

资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 公募可转债到期情况 (单位：万元、只)

通过研究可转债不同于普通信用债的属性并结合相关实例分析，我们能够认识到可转债除刚性兑付以外可能的摘牌方式，为可转债信用风险研究提供借鉴和指导。

## 二、可转债条款与信用风险的博弈

信用评级能够反映可转债债性的信用风险。当可转债出现信用评级下调（主体级别或展望）时，说明该可转债发行主体的信用风险上升。在信用风险上升的情况下，普通信用债只能刚性兑付，所以此时需考虑发债主体的现金类资产、资产变现、资金的腾挪空间等。而可转债因其兼具债性及股性，且具有不同于信用债的特殊条款，在信用资质下降时可以通过转股的方式降低偿付压力。

可转债不同于普通信用债的赎回条款和转股价格有条件的下修条款，在实际操作中对于可转债转股的作用机制如下。

### （一）赎回条款的作用机制

从退出方式来看，赎回退出仍是目前可转债最主要的退出方式。从发行人的角度

而言，通过赎回可转债来避免未来可能支付的较高利息成本，这种方式可以优化公司的财务结构，减少债务负担，将原本的可转债债务转化为股权，降低了财务风险中的偿债压力部分。从投资者角度而言，由于可转债票面利率较低，持有至到期收益有限，而在触发有条件赎回条款时转股能为投资者带来更高的获利可能性，因此转股成为投资者的主要获利方式。

从 2017 年至 2023 年可转债转股的情况来看，**赎回退出数量与股市走势呈现出显著的正相关性**。当股市处于向好阶段时，市场风险偏好上升，正股价格持续上涨，带动可转债的转股价值提升。对于发行人而言，此时可转债的赎回条款更容易被触发，因此在这种市场环境下，可转债以赎回方式退出的数量增多。2024 年以来，58 只可转债触发强制赎回条款，其中以 9 月之后触发强制赎回条款的可转债为主。在股市表现不佳时，正股价格低迷，转股价值下降，可转债赎回条款难以满足，同时投资者也更倾向于持有可转债等待转机而不是被赎回，所以此时以赎回方式退出的可转债数量会相应减少。这种赎回退出数量与股市走势的一致性，反映了可转债市场与股票市场之间的紧密联系以及可转债价值对正股价格的依存性。它也为投资者和市场参与者在分析和预测可转债的退出方式及市场动态时，提供了一个重要的参考视角，即可以依据股市的宏观走势来对可转债赎回情况做出一定的预判。



资料来源：Wind

图 2.1 沪深 300 指数与可转债发行、赎回情况

从提前赎回可转债主体的行业分布来看，处于新兴成长行业的企业，正股价格往往具有较大的上涨潜力。比如在新能源汽车、光伏、锂电池等行业，随着技术的不断进步和市场需求的增长，企业的发展前景广阔，正股价格可能会持续上升。而传统行业如果能够通过技术创新、转型升级等方式适应市场变化，也可能提升正股价格。例

如，传统制造业企业通过引入智能化生产设备，提高生产效率，降低成本，增强市场竞争力，从而推动正股价格上涨。2017—2024年，电气设备、化工、机械、汽车与零配件和硬件设备可转债发行和赎回的数量均为各行业中的前五名，其中基础化工行业所涉及的细分领域中以锂离子电池材料、半导体制造以及节能环保材料等国家支持发展的战略新兴产业为主。

从基本面来看，2017至今发行的可转债中，以净资产收益率来看，提前赎回的可转债发行人，在其可转债发行前3年、2年及1年的ROE均高于样本均值，其中发行后1年以内赎回的可转债主体其发行前ROE均值最高。而到期退市的可转债主体，其前3年ROE的均值均低于全样本的均值。从营业总收入增长率来看，提前赎回的可转债发行人，在其可转债发行前3年、2年及1年的营业总收入增长率均值均高于债券到期的样本均值。总体来看，通常情况下，在发行前净资产收益率及营业总收入增长率保持在较高水平，且稳定性较高的企业，在可转债发行后其触发强制赎回条件的可能性更高。

表 2.1 不同退出方式下可转债 ROE 的对比（单位：%）

项目	发行前 3 年 roe 均值	发行前 2 年 roe 均值	发行前 1 年 roe 均值
债券到期	13.55	11.60	11.13
转债赎回	16.49	14.53	13.35
0-1	18.79	15.69	14.01
1-2	16.42	14.66	13.70
2-3	15.01	13.81	12.60
3-4	14.99	13.50	12.57
4-5	12.64	11.18	11.23
全样本	14.90	13.43	12.59

资料来源：Wind，联合资信整理

表 2.2 不同退出方式下可转债营业总收入增长率的对比（单位：%）

项目	发行前 3 年营业总收入增长率	发行前 2 年营业总收入增长率	发行前 1 年营业总收入增长率
债券到期	23.70	26.14	25.86
转债赎回	24.75	25.31	27.12
0-1	26.52	25.70	31.55
1-2	27.27	27.03	28.95
2-3	22.79	21.53	19.25
3-4	21.00	27.19	25.48
4-5	10.22	13.01	22.31
5-6	31.64	46.40	36.44
全样本	23.93	25.43	26.26

注：样本统计均值不含 3 个正股退市的可转债

资料来源：Wind

## （二）下修条款的作用机制

在正股价格表现不好的时候，可转债的转股比例较低，较大的债券余额使得发行人偿债压力上升，信用风险增加。可转债作为兼具债性和股性的证券，信用风险亦应该将股性和债性结合评估。下修条款使得发行人通过下修转股价格来提升转股的空间，同时有助于降低可转债的兑付风险。

我国可转债的初始转股价格一般设定为不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。与此同时，我国可转债普遍设置有条件的下修条款，常见的下修条件为“可转债存续期间，公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决”。当公司股价持续下降时，可能触发下修条款，而转股价格的下修有助于可转债进行转股。

在实际操作中，如果发行人适时选择转股价格下修，在行情波动时，投资人根据自身持仓成本衡量转股溢价率后将所持可转债转为股票的空间将随之增长。不仅如此，转股价格越低，在正股价格上涨的过程中，转股的可能性越高，同时触发有条件赎回条款的可能性也越高。若发行人选择强制赎回，一般将按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债，如果不选择转股而选择赎回，那么投资人的收益将非常低。可转债转股后将大幅减轻发行人的偿债压力。

**表 2.3 2017 年以来我国通过赎回方式摘牌的可转债赎回价格情况（元）**

项目	最大值	最小值	均值	中位数
赎回价格	114.121	100.004	100.505	100.305

资料来源：Wind，联合资信整理

总体看，当发行人正股价格表现较弱，且可转债余额规模较大，导致**发行人兑付压力较大时，及时下修可转债转股价格时，有助于可转债进行转股；如果遇到正股价格上涨行情，还有一定可能触发赎回条款**，投资人在发行人选择赎回后转股的概率更大。随着可转债转股，可转债需要刚性兑付的金额下降，相应的兑付压力亦随之下降。

但同时发行人对可转债转股价格下修通常有多种考量。一方面，下修转股价格可能会被市场解读为公司基本面表现不佳，公司管理层对公司股价预期不良，从而导致正股价格进一步下跌；另一方面，下修可转债转股价格意味着可转债持有人可以以更低的价格将债券转换为公司股票，同时也会稀释原有股东的持股比例，降低原有股东的每股收益，损害原有股东的利益。所以在多数情况下，即使触发了可转债转股价格下修条款，发行人也会审慎选择是否进行转股价格下修。目前来看，曾触发过下修条

款的发行人数量很多,但相比之下,并非每一次触发下修条款,发行人都会选择下修。

### 三、下修转股价格实例分析

对于一般的可转债来说,稳定的基本面决定了信用风险较低,实际上能否转股对其信用风险影响相对较小。即使面临刚兑,仍有偿还的能力。但需要注意的是,部分可转债发行规模相对较大,而我国可转债募集资金需匹配募投项目,若募投项目进展缓慢或收益不及预期,那么大规模可转债集中到期兑付仍会为发行人带来偿债压力,此时转股将成为发行人化解压力的重要途经。对于低级别且信用评级下调的可转债主体来说,其信用风险相对较高,高额的债券余额会使其偿付压力加大。对于偿债压力较大的可转债而言,适时下修转股价格,提高转股比例有助于其缓解偿债压力。

对于债券余额较大的可转债而言,通过下修转股价格亦能够促进其转股比例的提升,在其正股价格上升时,更易触发有条件赎回条款,降低偿债压力。

表 3.1 部分可转债转股价格下修后转股实例

债券名称	转股价格调整实施日	下修前	下修后
赛伍转债	2022年4月22日	公司股价持续下行,触发向下修正条款,转股价格由32.90元/股下修至19.20元/股。2022年4月22日,赛伍转债转股比例为5.21%	2022年4月底至2022年6月底,公司正股价格进入上行区间(16~29元),可转债迅速转股,并触发赎回条款
利欧转债	2018年11月14日	公司股价持续下行,触发向下修正条款,公司将转股价格由2.75元/股下调至1.72元/股。2018年11月14日利欧转债转股比例为58.14%	2019年2月前后以及2020年2月前后,公司正股迎来上涨行情,公司可转债转股并触发赎回条款
常熟转债	2018年8月27日	公司股价持续下行,触发向下修正条款,公司将转股价格由7.43元/股下调至5.76元/股。2018年8月27日,常熟转债转股比例为17.36%	2019年初,公司正股价格持续上行,一度上涨至近7元,公司可转债转股并触发赎回条款
高澜转债	2021年6月9日	公司股价持续下行,触发向下修正条款,公司将转股价格由11.36元/股下调至9元/股。2021年6月9日,高澜转债转股比例为11.11%	2022年5月至7月,公司正股价格上涨,一度上涨至近15元,触发赎回条款,公司可转债大量转股
迪森转债	2022年5月18日	公司股票存在连续二十个交易日中至少有	2022年8月,公司股价上涨,触发有条件赎回

		十个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%（即5.51元/股），公司决定向下修正转股价格。2022年5月18日，迪森转债转股比例为14.20%	条款，公司选择提前赎回“迪森转债”，之后可转债快速转股
多伦转债	2023年10月13日	公司股价持续下行，触发向下修正条款，转股价格由10.33元/股下修为7.80元/股。2023年10月13日，多伦转债转股比例为9.58%	2022年8月，公司股价上涨，触发有条件赎回条款，公司选择提前赎回，“多伦转债”，可转债快速转股
精研转债	2021年10月11日	公司股价持续下行，触发向下修正条款，转股价格由53.40元/股下修为34.15元/股。2021年10月11日，精研转债转股比例为2.93%	2021年10月，公司股价上涨，触发有条件赎回条款，公司选择提前赎回“多轮转债”，可转债快速转股

资料来源：Wind，联合资信整理

对于存在信用风险的案例来看，以已经摘牌的新星转债为例，新星转债于2020年9月发行，发行金额5.95亿元，发行期限6年，发行时主体级别为AA<sup>-</sup>，债项级别为AA<sup>-</sup>，展望为稳定。2022—2024年，受铝晶粒细化剂行业价格战影响，公司盈利能力承压，毛利率下降，经营性净现金流持续表现较差；同时，由于六氟磷酸锂价格大幅下降，公司相关业务持续亏损，公司资金需求大，偿债压力持续攀升。2023年6月，其主体级别下调至A<sup>+</sup>；2024年6月，其主体级别进一步下调至A<sup>-</sup>。

2024年6—7月，公司股价下行，触发了有条件的转股价格下修条款，即“在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五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修正方案并提交公司股东大会审议表决”。2024年8月，公司选择下修转股价格，将新星转债转股价格由17.45元/股向下修正为10.00元/股。公司主动下修转股价格为后续转股以及触发赎回条款提供了空间。

截至2024年8月底，新星转债余额为4.02亿元，转股比例不高。2024年9月起，Wind铝行业指数上行，公司股价开始拉升；2024年10月中旬，新星转债转股溢价为负，开始快速转股；2024年10月底，新星转债触发赎回条款，公司选择赎回，考虑到赎回收益较低等因素，新星转债继续快速转股。2024年11月21日，新星转债摘牌，公司赎回兑付总金额155.56万元，大部分新星转债均已转股。在公司基本面下行、债券即将到期时，转股价格的及时下修增加了转股的空间，同时正股价格的

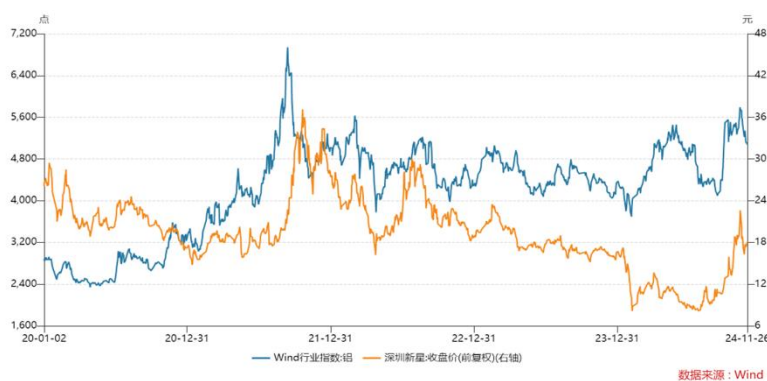


拉升提升了投资人转股的动机，发行人避免了大规模债券集中刚兑的信用压力。



资料来源：Wind

**图 3.1 新星转债 2023 年以来债券余额及转股溢价率情况**



资料来源：Wind

**图 3.2 Wind 铝行业指数及新星转债正股收盘价**

以已经退市的正邦转债为例，正邦转债于 2020 年 6 月发行，发行规模 16.00 亿元，发行期限 6 年，发行时主体级别为 AA，债项级别为 AA，展望为稳定。2021 年期，其主体级别持续下调，至 2023 年 8 月，其主体级别已下调至 CC，评级展望为负面，信用风险很高。

2021—2023 年，生猪价格回落叠加疫病等因素影响，公司持续大额亏损，现金流

紧张，债务规模大且出现了短期借款逾期，正股“正邦科技”于2023年5月5日被实施了退市风险警示。截至2023年5月底，正邦转债余额11.77亿元，转股比例不高，刚兑偿还的压力很大。2023年6月，正邦转债触发下修条款，公司选择再次下修正邦转债转股价格，由3.62元/股下修至3.06元/股。2023年6月底起，公司正股价格有所回升，同时受益于转股价格低为转股提供了较大空间，正邦转债转股溢价率转负，开始快速转股。根据《中华人民共和国企业破产法》第四十六条“未到期的债权在破产申请受理时视为到期”，公司于2023年7月20日被裁定受理重整，2023年8月18日为正邦转债最后转股日，截至2023年8月18日，正邦转债余额仅为0.29亿元，转股比例非常高，大大缓解了发行人在基本面不佳时到期刚兑的压力。

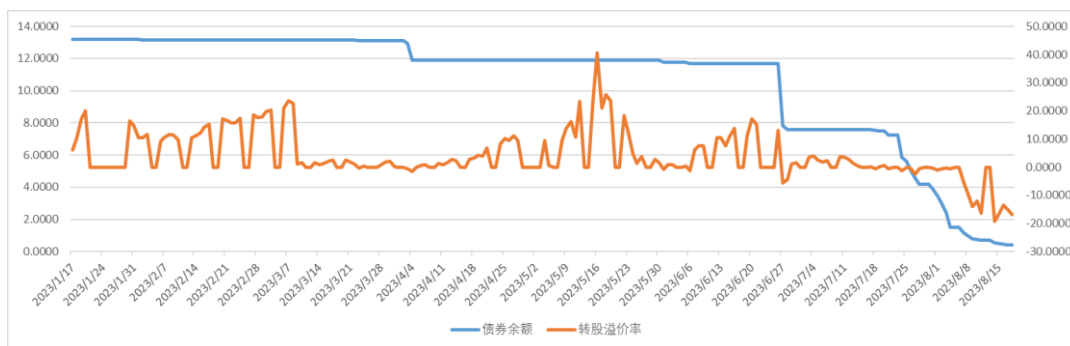


图 3.3 正邦转债 2023 年以来债券余额及转股溢价率情况

资料来源：Wind

## 四、思考与启示

对于可转债的偿债风险，不仅需要考虑到刚兑，还需要考虑到转股。在股市向好的阶段，可转债更易触发有条件赎回条款，根据历史数据来看，在触发有条件的赎回条款后，绝大多数可转债持有者会选择转股，整体信用风险可控。但对于部分正股价格表现较差，信用资质较弱，且面临债券剩余期限较短的主体而言，下修转股价格是其减低偿债风险的重要途径之一。

在可转债发行条款设置方面，目前我国可转债条款的同质性较高，但具体触发条件仍存在一定差异。下修条款来看，如果将下修条款设置的相对宽松，那么该发行人更易触发下修条款，选择下修的机会就更多。与此同时，也需要考虑到发行人的下修意愿。发行人的下修意愿决定了发行人能否及时下修转股价格，这在实际中是影响可转债转股的重要因素。如果正股价格远低于转股价格，通常该可转债的转股溢价率会非常高，可转债转股的概率低，需要关注刚兑风险。

可转债价格和正股价格方面，可转债价格通常与正股价格保持相同的变化趋势，而二级市场正股价格波动的原因颇多，此处不再赘述。判断能否转股，需要关注的是

当下时点与发行时相比的相对行情，即当下时点正股价格是否处于相对低位。比如板块轮动通常可以带动个股上涨，所以在实际操作中，做好行业研究是十分必要的。处于优质赛道的发行人，即使基本面表现一般，如果所处板块未来前景看好，那么未来正股价格上涨带来的转股空间大，发行人刚兑的概率小，信用风险则相对较低。

在实际关注信用风险的过程中，需要注意的是可转债临近到期也是投资人选择转股的因素之一。在持有可转债的前期，正股价格上涨对可转债持有者转股的刺激小于临近到期之前。如若不是发行人选择了赎回，导致债券持有人为了避免较低的赎回收益而选择转股，部分债券持有人在可转债发行前期即使正股上涨仍然会选择继续持有，或者通过可转债二级市场交易套利。越临近兑付，债券持有人希望通过转股获取收益的动机越强烈，因为可转债到期兑付的收益仅为票面利息，与普通信用债无差异。所以，对于转股比例不高且存在一定信用风险的发行人，可转债临近到期前一段时间的正股行情非常重要。如果发行人在正股价格低谷时及时下修，在到期前遇到正股上涨行情，那么可转债转股的概率将大大提升，有助于降低刚兑规模。

## 联系人

投资人服务 010-85679696-8728 [investorservice@lhratings.com](mailto:investorservice@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。