

浅析可转债投资

文/秦志林

可转债于1843年起源于美国。目前,以可转债为主要组成部分的可转债全球规模已达3750亿美元,成为资本市场的重要组成部分。而近年来我国上市公司可转债融资数量相当大,各家发行的可转债数量从几亿元到几十亿元不等。由于发行可转债的公司基本面大多数较好,发行后受到了市场追捧。今后将有更多上市公司采用这种方式筹集资金,市场容量的增加将给市场带来活力;更重要的是,今年的股票市场充满希望,在延续价值投资理念的同时会给投资者带来较为理想的回报,从而为可转债投资奠定了坚实的基础。对于投资者来说,可转债多了一个投资品种的选择,也多了一条规避风险的渠道。

一、可转债的投资价值

可转债(Convertible Bond)全称为可转换公司债券,是指发行人依法定程序发行,在一定时间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。也就是说,可转债作为一种公司债券,投资者有权在规定期限内按照一定比例和相应条件将其转换成确定数量的发债公司的普通股票(以下简称基准股票)。因此,可转债是一种含权债券,它既包含了普通债券的特征,具有面值、利率、期限等一系列要素;也包括了权益特征,在一定条件下它可以转换成基准股票;同时,它还具有基准股票的衍生特征。

可转债作为一种混合证券,其价值受多方面影响。可转债的投资价值主要在于债券本身价值和转换价值。债券本身价值是可转债的保底收益,取决于票面利率和市场利率的对比,以及债券面值。由于可转债利息收入既定,因此可以采用现金流贴现法来确定债券本身价值,其估值的关键是贴现率的确定。转换价值亦称看涨期权价值,即它赋予投资者在基准股票上涨到一定价格时转换成基准股票的权益,体现为可转债的转股收益。该价值取决于转股价格和基准股票市价的对比,以及该公司未来盈利能力和发展前景。转换价值一般采用二叉树定价法,即首先以发行日为基点,模拟转股起始日基准股票的可能价格及其概率,然后确定在各种可能价格下的期权价值,最后计算期权价值的期望值并进行贴现求得。另外,可转债的投资价值还受到其转换期限、赎回条件、回售条件及转股价格向下修正条款等影响。

一般来说,债券本身价值都会低于可转债市价。其差额就是债券溢价,是投资者为获得未来把可转债转换成股票这一权利所付出的成本。而这一权利的收益是不确定的,由基准股票的未来走势决定。债券溢价被用来衡量投资可转债比投资类似企业债高出的风险。债券溢价越高,意味着可转债未来可能面临的损失越大。而转换价值也不会高于可转债市价(其差额称为转换溢价),否则投资者就可以通过简单的买入可转债——转换成股票——卖出股票来获得无风险的套利收益。转换溢价被用来衡量未来可转债通过转换成股票卖出获益的机会。转换溢价越大,可转债通过转换成股票获益的机会就越小,反之机会就越大。

通过可转债投资价值与市价的对比,来确定该可转债是否有投资价值,来决定是卖出还是买进可转债。

二、可转债投资的优势

可转债作为一种介于普通债券与普通股票之间的混合证券,首先其作为公司债券来说可以还本付息保证本金的安全;其次投资者拥有在转股期内按转股价格将其转换为基准股票的权利,从而可在基准股票市价超过转股价后的上涨中享受高于普通债券的收益。因此,对投资者而言,可转债是一种兼顾收益和风险的理想的投资工具,投资可转债具有一定优势。

(一)可转债投资具有“进可攻、退可守”的优势。可转债对投资者来说是“有保证本金的股票”。如果发行公司业绩增长良好,股票价格上涨,投资者可以将可转债转换为基准股票,获得出售股票的收入或获得股息收入,以分享股价上涨带来的超额回报;如果股票价格下跌,投资者可以持有可转债至到期日获得稳定的本金与票面利息收益,或执行回售权回售给发行公司,领取利息补偿金的保底受益。

(二)可转债在股市上涨时有接近于股票的回报率。普通债券的票面利率一般情况下是固定的,比如2000年发行的鞍钢转债,当时发行的普通债券收益大概每年在4%左右,而鞍钢转债上市半年之内曾经高达151元,这样投资者就获得了50%的收益。因此,相对普通债券而言,可转债具有比较大的收益上涨空间。这是因为一方面可转债发行时溢价较低。目前由于一级市场融资困难,不少上市公司急于成功融资,在可转债条款上给予投资者较多优惠,像不少可转债的发行转换溢价只有象征性的0.1%,而美国大多可转债发行时的溢价达到30%左右,这使得投资者很容易通过行使转换

权获得基准股票上涨的收益。另一方面由于可转债对于很多投资者来说是一种比较新的投资品种，并且规模一般较大，流动性较差，在一定程度上受到冷遇，故其总体定价仍然比较低。但当可转债的转换价值体现出来的时候，其价格就会较大幅度的上涨。

(三) 可转债在股市下跌时则显示出良好的抗跌性。比如2000年发行的机场转债，上海机场公司发行转债以后，其股票由9.55元最低跌到过7.77元，下跌了23%；而其转债上市后最低跌到96.9元，只下跌了4%。可见可转债相对股票来说具有很强的抗跌性。这是因为一方面可转债的债券本身价值较高，如果股票价格大幅下跌，可转债价格只会跌到具有相应利息的普通债券的价格水平。另一方面，可转债发行人一般不打算把融到的资金还给投资者，而更希望持有者把可转债转换成股票，这使得发行人在基准股票市价下跌到一定幅度时较积极地向下修正转股价来促使投资者把可转债转换成股票。

此外，可转债还为持有者提供了间接购买股票的手段，并且这种加大企业控制权的方法较为隐蔽。通常情况下，先购买可转债然后转换成股票的成本低于公开收购企业股票的价格。在争夺企业控制权的股东争斗中，可转债的上述优势尤显重要。

三、可转债投资的策略

从上述可知，可转债兼具了股票和债券的属性，结合了股票的长期增长潜力和债券的安全和收入优势。但为了提高可转债投资收益，投资者应依据自身的资金数量和要求收益水平选择合适的投资策略和投资时机。

(一) 可转债投资的基本策略

投资者应根据发行公司的偿债能力、行业地位、发展战略以及财务、产品、管理、技术、市场等综合基本面因素，重点对其未来业绩和现金流做出预测，确定可转债投资品种。一是稳健性投资，即投资于市价接近债券本身价值的可转债，从而在有效控制投资风险的前提下获取稳定的投资收益；二是进取型投资，即投资于基本面较好、具有成长性、转股价格修正条件优惠的可转债，从而在风险相对较低的前提下获得不低于基准股票的投资收益；三是寻找套利机会，即市场存在一定的无效性，当处于转股期内的可转债市价低于转股价格时进行套利操作。

(二) 不同价位的可转债投资策略

可转债在不同价位下会显示出不同的特性。因此，投资者应区别对待不同价位的可转债。

一是债券溢价在30%以上的高价位可转债。这类可转债的下跌空间相对比较大，但如果投资者看好其基准股票，则可以投资于该类可转债。因为一方面可转债买卖的手续费低于股票，可以降低投资者买卖成本；另一方面可转债在中长期持有的情况下能够获得一定的利息收入。此外，在股市长时间下跌的情况下，可转债还具有一定的抗跌能力。故该类可转债的未来收益相对于普通股票还是有比较优势的。

二是债券溢价在15%到30%的中价位可转债。这类可转债股性和债性都适中，其转换价值比其市价要低得多。在股市上涨时，获取收益相对要慢一些；但在股市下跌时，其损失也会小一些。进行这类可转债投资时可多关注转换溢价率相对较低而基准股票的波动性又较高的可转债。

三是债券溢价低于15%的低价位可转债。这类可转债的债性较强，下跌空间有限，进行中长期投资时一般不会有大的损失，而且也很可能在未来分享到股市上涨的收益。这类可转债比较适合低风险、期望在中长期投资中获益的投资者进行投资。

(三) 可转债投资时机的选择策略

可转债还本付息的特性确保了稳定的收益；可转换成股票的特性提供了获取更高收益的机会。总的来说，可转债的操作方式可以根据市场情况分为三种：

一是当股市向好，可转债股票特性表现较为明显，市场定价考虑股性更多；可转债价格随股市上升而上涨并超出其原有成本价时，持有者应抛出可转债以直接获取价差收益。

二是当股市由弱转强，或发行可转债的公司业绩转好，其股票价格预计有较大提高时，投资者可将可转债按转股价格转换为股票，以享受公司较好的业绩分红或股票攀升的利益。

三是当股市低迷，可转债债券特性表现较为明显，市场定价考虑债性更多；可转债和基准股票价格双双下跌，卖出可转债及将可转债转换为股票都不合适，投资者应保留可转债以获取到期的固定本息收益。

四、可转债投资时应注意的问题

虽然与股票相比，可转债投资风险要小得多，但投资者还会面临如下风险：一是当基准股票市价高于转股价格时，可转债价格随股价的上涨而上涨，但也会随股价的下跌而下跌，持有者要承担股价波动的风险。二是当基准股票市价下跌到转股价格以下时，持有者被迫转为债券投资者，因为转股会带来更大的损失；而可转债利率一般低于同等级的普通债券，故会给投资者带来利息损失风险。三是提前赎回风险，可转债都规定发行者可以在发行一段时间之后以某一价格赎回债券；这不仅限定了投资者的最高收益率，也给投资者带来再投资风险。四是转换风险，债券存续期内的有条件强制转换，也限定了投资者的最高收益率，但一般会高于提前赎回的收益率；而到期的无条件强制转换，将使投资者无权收回本金，只能承担股票下跌的风险。

为了避免和降低上述各项风险，投资者在可转债投资中应注意以下几方面问题：

(一) 要注意把握可转债投资的时机。可转债投资的关键在于对买卖时机和持有期的把握，可转债尤其适合在景气复苏的初期投资，较适合中长期持有。投资者正确的操作策略是以中长期持有为目标，低价买进可转债，等股价上涨后，再将可转债转换为股票或直接卖出可转债，赚取其中的差价收益。

(二) 要注意把握可转债的特定条款。在可转债的募集说明书中一般包含票面利率、赎回条款、回售条款及强制转股规定。具体来说，一是票面利率，它涉及到可转债的债券本身价值。一般来说，由于可转债具有可转换性，其票面利率低于其它债券和银行利率。但可转债的利率水平不是固定不变的，一般呈每年递增的趋势，不同的可转债的票面利率和利率递增方式仍有区别，投资者应十分关注。二是回售条款，投资者须关注其回售期限以及回售价格。一般来讲，回售时间越早、价格越高，对投资者越有利。三是转股价格修正条款，目前上市可转债多为股票市价连续N个交易日低于转股价80%-90%以上时向下进行修正。该条款体现了可转债发行人对持有人的保护程度，转股价格修正条款制定得越灵活，投资者的风险越小。四是赎回条款，发行人制定赎回条款的目的主要是促使可转债持有人在转股期间尽快转股，投资者要充分理解该条款的内容，避免不必要的损失。因此，投资者应特别注意可转债是否包含了上述几个条款，具体条款的实现条件如何。

(三) 最后也最重要的是发行人的信用评级和基本面。可转债作为一种企业债，其信用比国债低，因此投资者须关注可转债发行人的信用评估等级及担保人的经济实力。可转债的价格与基准股票价格有正向的联动性，而公司的基本面是股票价格的决定因素，因此投资者把握好公司基本面，最好有良好的业绩支撑，同时有较好的发展前景和业务拓展空间(作者单位:焦作大学)

相关链接

浅议销售百分比法在库存控制中的应用
具有增值服务的新型数码防伪系统
浅谈对施工项目进行目标成本控制
如何搞好建设项目的工程造价控制
市场交易与生产和消费的最优选择
FOB合同下货运风险的规避
浅析可转债投资
企业筹资风险及其对策
产品协同商务(CPC)及其导入研究

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：(010) 65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心