

2024 年可转债信用风险与违约分析

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
史晓姗
shixsh@cspengyuan.com



2024 年，受权益市场和信用风险事件影响，可转债存续规模自 2017 年以来首次出现下降。违约打破了可转债的“安全垫”，对市场带来较大影响。对此，本文将分析当前可转债的信用风险与违约现状，揭示其背后的成因，评估其对市场和投资者的行为影响，并提出相应的应对策略和建议。

2024 年可转债违约及风险分析：（1）**概况。**2024 年，可转债违约债券 4 只，此外，广汇转债因正股触发交易类退市而同步退市。目前累计 8 只可转债发生信用风险/违约。（2）**违约原因及处置。**本轮可转债违约原因主要有正股退市风险增加、股价持续下行，以及业务风险、公司治理风险和财务风险等根本原因。从目前处置看，破产程序是当前可转债风险处置中多次使用的方式。可转债发行人本身风险管理能力有限。

评级下调特征：2024 年的信用债主体跟踪评级调整中，下调主体 72 家，其中可转债主体 51 家，占同期总下调家数的 71%，同比大幅增长。下调后，可转债主体级别以 A+、AA-和 A 级为主要级别，合计占比 59%。下调主体以主板上市的非国有企业为主，计算机、医药生物、有色金属、机械设备等合计有 21 家主体，占比 41%。主体级别下调原因以财务恶化为核心，叠加经营效率低下、治理缺陷及行业周期波动等多重因素。其中，高频问题包括毛利率下降、现金流紧张、商誉减值和股东质押风险等。

可转债风险的影响分析：（1）**发行人与投资者的条款博弈。**主要包括有条件赎回（即“强赎”）、有条件回售和下修。但由于发行人信用资质、债务结构、股东持有情况等因素，以及投资者对发行人预期和对收益预期的不同，双方往往会出现博弈，从而影响转股和留债行为。（2）**信用风险的影响及传导。**信用风险的发生会增加转债市场的

信用分层，造成流动性冲击，以及强化条款博弈，推动定价重估；同时，导致正股股价承压、引起行业板块传染效应及股权稀释预期。在权益市场疲软背景下，信用风险事件引发的联动反应，在低价转债和高溢价转债上更为明显。

可转债信用风险关注重点：（1）**主体风险关注点。**关注行业及业务风险、资本及资产结构以及公司治理及战略。同时警惕周期下行行业和权益市场风险。（2）**转债条款博弈风险。**针对风险评估，投资者需要关注发行人实施赎回、下修条款的意向，以及时采取行动。违约与股市疲软共振时，双高转债和低价高溢价转债风险最高。双低转债应结合信用评级（AA 及以上）和正股基本面筛选，高价低溢价转债需匹配正股短期反弹预期。

2024 年，受权益市场和信用风险事件影响，可转债存续规模自 2017 年以来首次出现下降。截至 2024 年 12 月 31 日，交易所存续可转债 527 只，规模 7,333.37 亿元，较 2023 年末同比分别下降 8.8%和 16.2%。违约打破了可转债的“安全垫”，对市场带来较大影响。存量规模缩水导致市场流动性减弱，供需失衡，投资者在面对价格波动时需要更加谨慎地制定投资策略。对此，本文将分析当前可转债的信用风险与违约现状，揭示其背后的成因，评估其对市场和投资者的行为影响，并提出相应的应对策略和建议。

一、2024 年可转债违约及风险分析

（一）可转债违约及风险事件概况

2024 年，可转债违约债券 4 只，分别是搜特转债、鸿达退债、蓝盾退债、岭南转债相继出现信用风险事件，打破了可转债市场长期以来的“零违约”神话，引发了市场的高度关注。尤其是岭南转债发行人岭南生态文旅股份有限公司（以下简称“岭南股份”）控股股东为中山火炬高技术产业开发区管理委员会，使其成为全国首例违约的国企转债。

表 1 2024 年可转债违约统计

债券简称	发行人	违约日	累计违约（亿元）	违约类型
搜特转债	搜于特集团股份有限公司	2024/03/12 2024/05/17	5.088	利息违约； 回售款项违约
鸿达转债	鸿达兴业股份有限公司	2024/06/27 2024/12/16 2025/02/24	2.844	回售款项违约； 利息违约； 回售款项违约
蓝盾转债	蓝盾信息安全技术股份有限公司	2024/08/13	1.02	本息违约
岭南转债	岭南生态文旅股份有限公司	2024/08/14	4.65	本息违约

资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理。

除上述违约事件外，2024 年广汇转债因正股触及交易类强制退市情形于 2024 年 8 月 28 日摘牌，转入全国中小企业股份转让系统（以下简称“股转系统”）挂牌转让，目前尚未发生实质性违约，但同主体已有 3 只债券已于 2024 年 12 月后违约。上述债券在违约前，主体级别均已逐步下调，风险早已有显露。

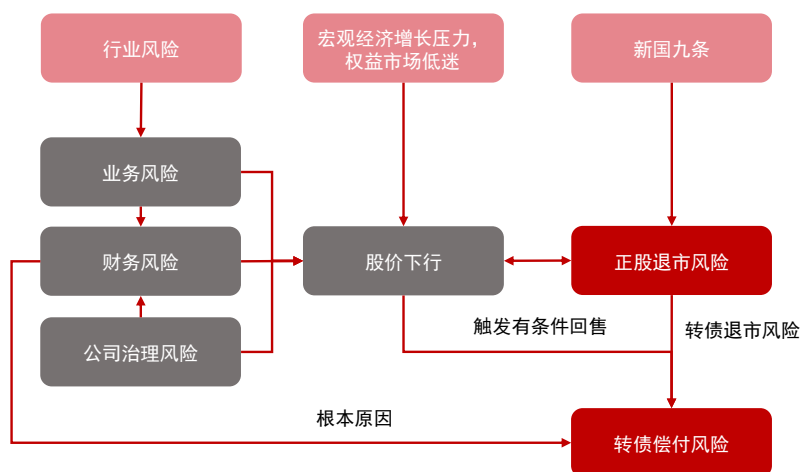
整体来看，2023 年以来可转债风险逐步显露，同时推动了行业监管的逐步完善。目前累计 8 只可转债发生信用风险/违约，除上述 5 只外，另有海印转债（技术性违约）、正邦转债（主体破产）和全筑转债（主体破产）。为加强上市公司风险管理，2023 年 8 月发布的《统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排》，对上市公司再融资资金用途、规模、使用进度及募投项目实施情况做了明确要求，盈利指标偏弱，债务指标偏高的企业再融资难度上升。2024 年 4 月 12 日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“国九条”），同日，中国证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，

沪深北三大交易所随后发布关于上市、并购、退市等方面的具体规则。

（二）违约原因及处置分析

本轮可转债违约原因主要有以下几个方面：第一，正股退市风险增加。新国九条、退市新政落地，监管趋严，强化市场优胜劣汰机制，加大了对瑕疵主体信用面的负向影响，上市公司退市风险增加。2024 年境内 A 股退市企业 52 家，其中因面值退市的企业共计 38 家，较 2023 年增长接近一倍。正股退市后可转债将同步退市至股转系统，证券交易流动性将大幅下降，企业再融资也将大幅受限。上述四家违约主体除岭南控股外，均在退市至股转系统后出现违约。第二，股价持续下行。经济下行压力犹存，权益市场持续低迷，股价持续下降，将触发有条件回售条款，增加短期偿债压力。例如，鸿达转债。第三，其他常见因素，包括新业务不达预期、转型较慢、竞争加剧、收购扩张等业务风险，以及评级下调、信披违规、立案调查等公司治理风险，最终造成公司盈利能力下降、短期债务增加、再融资受限等财务风险，是造成风险的根本原因。上述各因素之间存在关联性，从而在短时间内加快风险聚集。

图 1 2024 年可转债违约原因分析



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从各转债的风险演化看，前期高速扩张带来的业绩不达预期和再投资压力为后续债务风险埋下隐患。此外，行业周期性下行、政策收紧、业务转型缓慢以及国际市场收缩等因素导致风险进一步扩大。从目前处置看，破产程序是当前可转债风险处置中多次使用的方式，包括正邦科技、全筑股份、搜于特。岭南股份从国资进入之时就开始管理债务风险，但由于资金缺口过大，最终出现违约，股东在违约后进行了部分资金支持。可以看出，可转债发行人本身风险管理能力有限，无法及时发现和处理风险，而国企背景也不代表债务兜底。例如，东方园林，在国资进入后依然进入破产重整。

表 2 出险转债主体违约原因及处置进展

企业简称	风险演化	处置进展
广汇汽车	2015 年借壳上市后逐步成为国内汽车经销商龙头企业。由于低毛利率和低周转率的经营模式，在疫情期间受到较大影响，收入持续下滑，且在新能源市场冲击下，公司转型较慢，经营现金流快速下降，短期债务比例高，同时，控股股东也陷入流动性危机。	正股和转债因触及交易类强制退市情形（面值退市）被交易所做出终止上市决定，不进入退市整理期，于 2024 年 8 月 28 日摘牌，转入股转系统进行挂牌转让，广汇转债尚未违约。
正邦科技	公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业前列。2018 年行业上行期大肆扩张，随着 2020 年行业进入下行周期，原材料价格上涨和环保压力增加等因素影响，毛利率和收入大幅下滑。同时债务以短期为主，偿付压力攀升。	2022 年 11 月由担保偿还本息。2023 年 7 月 20 日公司进入破产重整程序。清偿方案：10 万元以下现金清偿+转股+信托受益权。 重整后，资产负债率由 2022 年末的 148% 下降至 2023 年末的 54%，实现“脱帽摘星”。
全筑股份	公司在住宅装修领域有一定市场竞争力。公司销售收入超过 40% 来自恒大，受恒大风险暴露影响，公司新签合约大幅下滑，应收类资产规模大，造成资金占用。短期债务占比超过 80%，偿债压力持续攀升。	2023 年 11 月 13 日，公司进入破产重整程序，债券提前到期。清偿方案：5.05 万元以下现金清偿+转股+信托受益权。 重整后，资产负债率由 2022 年末的 101% 下降至 2023 年末的 62%，撤销退市风险警示。
鸿达	借壳上市，成为 PVC 领军企业。行业下行引起收入下滑，短债过高，偿付压力加大。2023 年信披违规被立案调查、停产事件被立案调查，控股股东申请破产清算，公司再融资断裂。	2023 年 2 月，法院受理公司股东鸿达兴业集团破产清算，2024 年 4 月，鸿达兴业集团宣告破产。 2024 年 3 月，公司因触发交易类强制退市（面值退市），可转债同步退市至股转系统；6 月 27 日触发有条件回售，公司未能如期兑付。 2024 年 12 月利息违约，2025 年 2 月再次触发有条件回售而未能兑付。
搜于特	受疫情等、全球经济放缓及贸易摩擦影响公司收入、毛利率持续下滑、垫款严重。服装板块受行业调整影响，联营模式下存货跌价风险攀升，出现债务逾期。同时，短债较高，经营获现能力弱，2020 年来资产负债率持续攀升。截至 2021 年 5 月，公司实际控制人及一致行动人持有的公司股份质押比例接近 100%。	2021-2023 年间，债权人多次对发行人申请破产重组未果。 2023 年 5 月，正股交易类强制退市（面值退市），8 月转债退市。 2024 年 3 月 12 日利息违约，且触发有条件回售，5 月 17 日未能如期兑付回售款。 2024 年 8 月 7 日法院裁定受理债权人对公司的破产清算申请。
蓝盾	信息安全行业领军企业。2017-2018 急速扩张，溢价并购中经电商等子公司，短债激增。受并购业务经营业绩不及预期，行业下行等因素影响，公司持续亏损。此外，年报虚假记载 2022 年被立案调查，大量诉讼仲裁和资产冻结，2023 年正股退市。	2023 年 7 月，因公司业绩不佳，被出具无法表示意见的审计报告，深交所决定*ST 蓝盾公司股票及蓝盾转债终止上市，退市整理期为 15 个交易日，起始日为 2023 年 7 月 10 日。 2024 年 8 月 13 日，未能兑付本息。
岭南股份	园林生态行业头部企业，2015 年后，通过收购开拓文旅业务，业务经营不达预期，同期，大规模参与 PPP 项目。随着政府投融资收紧，政	2022 年中山国资企业成为公司实际控制人，在资金、项目等方面给予支持。 2024 年 8 月 14 日，公司未能兑付本息，且正股存在

府投资缩减，项目回款不理想，公司出现资金缺口，负债率持续攀升，短期债务大幅增长。

退市风险。成为首只仍在转债市场但违约的转债。8月15日，中山人才创新创业生态园服务有限公司筹划收购部分债券，最终收购1.46亿元。2025年1月通过剩余债券的偿付方案。

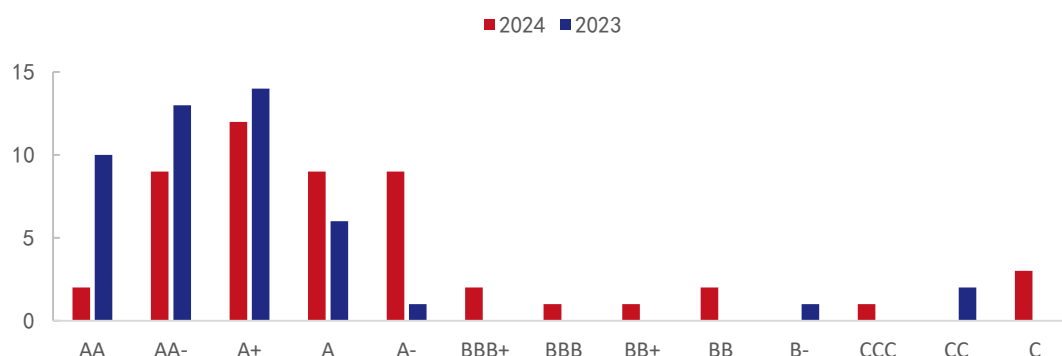
注：截至2025年2月25日

资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、评级下调特征

2024年的信用债主体跟踪评级调整中，下调主体72家，其中可转债主体51家，占同期总下调家数的71%。而2023年可转债下调主体27家，占同期总下调家数的42%。从调整类型看，仅2家为主体展望下调，其余均为主体下调。2024年可转债发行主体的信用状况面临着较大的挑战，评级下调的频率和幅度都较以往年份有所增加。下调后，可转债主体级别以A+、AA-和A级为主要级别，合计占比59%。

图2 2024年可转债下调主体近两年末的级别分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

（一）主体概况

从企业属性看，民营企业42家，地方国有企业4家，其他企业5家，非国企占比92%，同比增长3个百分点。

从上市板看，创业板和科创板企业19家，占比37%，同比增长15个百分点，其余主体均为主板上市。

从行业分布来看，下调主体涉及18个行业，其中，计算机、医药生物、有色金属、机械设备等合计有21家主体，占比41%。与上年相比，有色金属、机械设备、汽车、农林牧渔和医药生物行业的主体增长明显。

（二）下调原因

主体级别下调原因以财务恶化为核心，叠加经营效率低下、治理缺陷及行业周期波动等多重因素（详见

下表)。其中，高频问题包括毛利率下降、现金流紧张、商誉减值和股东质押风险等。

与普通债券不同的是，可转债具有一些特殊风险：第一，可转债存在特殊条款触发造成的信用风险，主要是回售、转股条款。回售规模和未转股比例过高会带来的偿付压力，而一次性转股比例过高对市值较小的企业来说，会带来明显的股权稀释，提高市值管理难度。第二，可转债发行人退市风险。从既有风险提示看，部分主体股价持续低迷，被出示退市警告。第三，可转债多用于项目建设，需关注项目建设进度和后续经营风险，对未来收入和投资的影响。部分主体项目建设存在延期，已投资资产存在减值风险，后续经营存在不确定性，或者在投资规模较大，负债压力加大。

表 3 2024 年可转债级别下调原因

一级	二级	三级
行业与环境风险	外部市场冲击	行业竞争加剧（市场份额被挤压）
		下游需求疲软（周期性行业特征）
		政策与监管变化（资质暂停/环保要求升级/供给侧改革）
		国际环境变化（原材料成本上升/市场压缩）
经营与战略风险	技术或业务转型风险	新业务拓展失败（业绩不达预期）
		技术迭代滞后（传统业务竞争力下降）
	业务经营问题	主营业务收缩（客户破产/订单减少/行业需求下降/存在替代行业竞争压力）
		募投项目/在建项目延缓（建设进度不达预期面临减值或拖累业绩/资金不足/影响后续发展）
		依赖单一客户或合作方（集中度过高风险）
		再融资压力（存续项目后续融资压力较大）
财务经营问题	成本与费用压力	原材料价格波动（采购成本上升）
		研发投入增长（费用占比高/转化效率低）
	盈利下滑	营销/管理费用失控（规模扩张导致开支激增）
		毛利率下降（主营成本上升/收入结构变化）
	债务与偿债压力	净利润大额亏损（费用侵蚀利润/资产减值损失扩大）
		经营活动现金流净额减少（应收账款回收困难/现金流管理失效）
公司治理与合规风险	资产质量风险	有息债务规模增长
		债务保障能力弱（授信额度小/货币资金不足）
	管理层稳定性	可转债募投项目延期导致资金链紧张
		应收账款及存货规模大（周转率低/减值风险）
	合规与信披问题	商誉减值风险（并购标的的经营不及预期）
		资产流动性弱（长期资产占比过高/受限资产比例过高）
特殊风险		高管频繁变动（战略连贯性受损）
		控股股东/实控人变更（管理团队动荡）
		违规处罚（监管处罚风险）
		股权质押比例过高（控制权不稳定）
		被出具非标准意见的审计报告
		客户破产重整（直接影响应收账款回收）

可转债回售压力（股价下跌触发条款）
偿债压力（未转股比例较高）
退市风险（股价持续低迷）

资料来源：Wind，中证鹏元整理。

整体看，虽然多数可转债主体在业务上可能具备一定行业优势，甚至是行业龙头企业，但在业务和公司治理方面存在不完善的地方，尤其处于扩张期的企业对外并购频繁，商誉规模较大，导致后续减值风险较高，同时并购业务的协同性和后续盈利能力也存在不确定性。

三、可转债风险的影响分析

可转债，作为股债结合的债券品种，当权益市场表现较好时，股性较强，反之，债性较强。不论市场环境如何，促成最终转股是发行的主要目的。正是由于这样的特征，使得可转债通过设置特殊条款来维护投资者利益和实现发行人转股，通过影响发行人和投资者的行为，完成转股和留债之间的选择。因此可转债风险对投融资双方的影响不同于一般债券，除债券违约风险外还包括转股风险。转股风险包括未能转股和转股后股价下跌，债券违约风险即未转股的可转债到期未兑付。

（一）发行人与投资者的条款博弈

可转债的特殊条款主要包括有条件赎回（即“强赎”）、有条件回售和下修。其中，当可转债主体信用资质出现恶化时，股价会出现持续下跌，从而触发有条件回售条款和下修条款的概率提升。一般，发行人会通过下修条款，提升可转债价值，降低回售需求。同时，下修后的转股价更低，从而促进投资者转股，降低到期偿付压力。当权益市场表现强劲，一般会触发有条件赎回条款，赎回价格一般略高于面值，而此时转债价格通常是高于面值较多的，相比强赎价更高，投资者一般会选择卖出转债或进行转股。因此，通过强赎促进转股是这个条款目前的主要应用，也是大多数转债的退出方式。从条款设计看，发行人占有相对主动权。

表 4 可转债的主要特殊条款

	有条件赎回条款	下修条款	有条件回售条款
常见条款设计	转股期内，当下述两种情形的任何一种出现时，公司有权决定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。 （1）在转股期内，如果公司股票在任意连续【30】个交易日中至少【15】个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的【130%】； （2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足【3,000】万元时。	可转债存续期间，当公司股票在任意连续【20】个交易日中至少有【10】个交易日的收盘价低于当期转股价格的【90%】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审议表决。	可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续【30】个交易日的收盘价格低于当期转股价格的【70%】时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

条款设计说明	需要通过董事会审议。权益市场表现较好时，发行的可转债，多数会触及赎回条款，通常在发行人发出赎回公告后，会促使投资者转让可转债或直接转股，因为相比赎回，转股能获得更大的利益。	必须经过三分之二的股东同意才能通过。下修条款比回售条款更易触及，通过下修条款，可以提高转股概率，且发行人可以避免因投资者回售造成的资金压力。	属于投资者保护条款，不易触及，偏债性，为投资者提供“保底退出”机制（如面值+利息）。发行人会配合下修条款，避免回售给发行人带来资金压力。
--------	--	--	--

注：表格中括号里内容可以根据发行人情况修改；

资料来源：中证鹏元整理

但由于发行人信用资质、债务结构、股东持有情况等因素，以及投资者对发行人预期和对收益预期的不同，双方往往会出现博弈，在转股和留债之间做出选择。例如，当股价持续下降，会降低投资者对公司未来发展的预期，抑制投资者转股，导致下修失败。而股价持续上升，如果转债规模过大，强赎转股会造成股权稀释，发行人实施强赎的概率会下降。博弈的存在，导致可转债较一般债券，存在更多不确定性，风险演化路径更复杂。具体博弈要点详见下图。

表 5 可转债博弈要点

条款	发行人	持有人
下修	· 促转股。在市场行情不佳或公司基本面变化时，下修转股价可以降低转股门槛，有利于提升转股价值，带动转股价格上涨，提高转股吸引力，从而鼓励投资者转股； · 避免回售。通过下修避免触发回售条款，降低回售带来的资金压力； · 大股东减持。大股东可通过下修转股价来拉升转债价格，从而减持套现获利； · 稀释现有股东权益，尤其是小盘股。股价低迷时，转债对股权稀释率高，从而限制下修幅度。	· 下修会引起转债价格上涨，存在套利空间； · 但市场持续低迷之际，投资者转股意愿不高。 · 需预判发行人行为，若认为下修概率低则提前回售锁定收益。
不下修	· 公司有长期的战略规划，不希望因为短期的财务压力下修转股价而改变资本结构； · 下修或被市场解读为公司财务状况不佳或未来盈利前景不明朗。不下修一定程度上传递公司对股价的信心，投资者会自己转股。以及财务状况良好，有到期偿还负债的意愿或者，不需要通过转股来减轻债务负担； · 公司可能认为当前的转股价已经合理反映了公司的合理价值，不需要通过下修来吸引投资者。 · 发行人不想正股股价波动太大。尤其正股正在暴跌，投资者转股后可能卖出，对股价形成抛压。 · 正股市净率 $PB < 1$ 时，限制下修空间。	

赎回	· 促进转股，有时配合下修。发生股价处在上涨区间触发强赎的转债，价格多高于面值，相比强赎价更高。投资者可以选择卖出转债或者转股。而股价低迷时，多配合下修来推动强赎转股； · 通过提前赎回，降低未来还本付息压力； · 以较低成本，降低转股稀释压力，保护现有股东。	· 提前获得本金和利息。失去转股的机会，无法享受未来股价上涨带来的收益。 · 如果强赎价格低于市场价格，投资者可能会面临损失。
不赎回	· 公司对未来股价有信心，不急于让投资者转股，利用市场热度进一步推高转股价值； · 减轻对正股的影响。因为赎回会促进转股，导致股价波动。	

资料来源：中证鹏元整理

（二）信用风险的影响及传导

2024 年可转债信用风险频发，导致“债底保护”被击穿，同时权益市场疲软，条款博弈失效，可转债逐步从条款博弈回归信用投资。

1、信用风险对可转债市场的影响

第一，信用分层加剧。风险事件暴露后，投资者对低评级（AA-及以下）、高负债率发行人的可转债规避情绪上升，导致信用利差扩大，低价转债估值压缩。

第二，流动性冲击。违约或回售压力下，机构投资者（主要是债券基金，多为低风险偏好，债券基金净值的下跌将引起投资者赎回）可能被迫抛售流动性较好的高评级转债，引发市场“踩踏”，进一步加剧可转债市场的下跌。

第三，强化条款博弈，推动定价重估。信用风险冲击下，行业影响面扩大，错杀概率上升，下修动力分化加强，下修失败或“下修不到位”案例增加，条款博弈失效，导致高溢价率¹转债估值压缩。

2、信用事件对股市的影响

第一，正股股价联动下跌。可转债风险事件（如违约、回售压力、下修失败）会引发市场对发行人偿债能力的担忧，导致正股股价承压。例如，2023 年蓝盾转债因发行人退市触发违约，正股*ST 蓝盾股价连续跌停，拖累同行业小盘股情绪。

第二，行业板块传染效应。若风险事件集中在特定行业（如房地产、建筑装饰），可能引发板块估值重构，影响非风险企业。

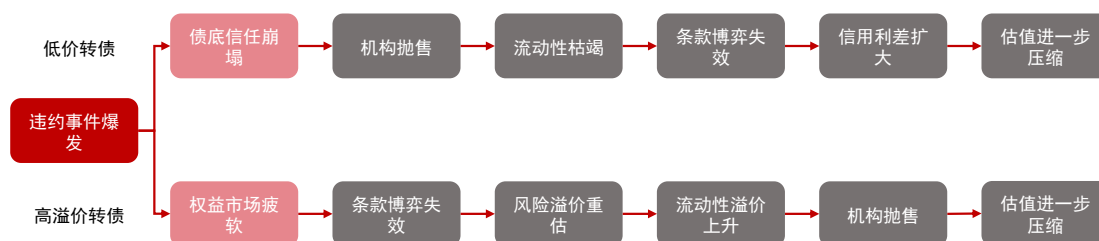
¹ 转股价值 = 正股价格*转债面值/转股价；溢价率 = (可转债价格/转股价值) - 1

第三，股权稀释预期。若发行人通过下修转股价或强赎促转股来降低回售或到期偿还压力，则可能导致股本扩张，稀释原股东权益。

3、典型的风险传导链

在权益市场疲软背景下，信用风险事件引发的联动反应，在低价转债和高溢价转债上更为明显。

图3 当前低价转债和高溢价转债风险传导链



资料来源：中证鹏元整理

中低价转债，其价格接近或低于面值，由债性主导，有债底保护，但信用基本面较弱，对信用风险事件高度敏感，依赖下修转股价、回售条款或正股反弹来实现价值修复。核心风险是发行人偿债能力恶化直接冲击债底保护和正股退市风险。因信用敏感度高、流动性差、条款博弈空间小，在违约事件发生后，信用利差走扩，在成为估值压缩的主要承压对象。

高溢价转债是指转债价格远高于转股价值，表明当前持有转债更划算，额外付出的溢价部分代表市场对正股价格上涨的代价，对特殊条款和正股的敏感度高。溢价率高，同时转债价格已透支正股未来涨幅，即当股价上涨时，转债价格跟涨幅度低于正股，而当股价下跌时，转债价格跌幅更大。当发行人宣布强赎时，溢价率会迅速被抹平，转债价格大幅下跌。此外，因多为小盘品种，溢价率过高时，价格主要由市场情绪、条款博弈预期（如预期转股价下修、正股上涨）或稀缺性支撑，而非实际转股价值，正股下跌时转债可能大幅回调。高溢价转债的核心风险是市场对下修和强赎的预期相左导致溢价率压缩。因此，在2024年条款博弈失效、流动性分层情况下，投资机构会优先抛售高溢价品种。

四、可转债信用风险关注重点

从上文分析看，可转债的股性多数情况下受条款博弈影响，而债性在权益市场较弱时更为明显。可转债的债底保护，在2024年被打破，从而影响了可转债的估值模式。2025年宏观政策持续发力，提振经济，可转债市场已逐步有所修复。在经济基本面未明显好转之前，需要关注主体还本付息能力，2024年转债违约

事件已显示出可转债主体固有的风险。

（一）主体风险关注点

从上文对可转债违约及风险分析可以看出可转债的风险需要关注行业风险、业务风险、公司治理风险、财务风险以及政策变动。

1、微观风险

第一，行业及业务风险。重点关注营业收入规模、产品力及市占率、产业链地位、净资产收益率(>6%)、客户集中度、技术研发和并购业务等方面。

第二，资本及资产结构。重点关注资产负债率、短期债务占比等资本结构情况，以及净资产规模、资产结构和流动性等资产情况。

第三，公司治理及战略。当前，可转债发行人以民营企业为主，占比超过 75%，市值 100 亿元以下的主体占比约 75%，对于中小民营企业需要更加关注实控人风险。重点关注实际控制人属性（国企还是民企）、内部控制人稳定性、股权质押情况以及公司战略是否激进。

2、行业及市场风险

第一，警惕周期下行行业。需重点跟踪产能去化与价格拐点，避免在行业过剩期持有高负债发行人转债。以及与周期行业关联的上下游企业，也需要甄别对待。对于处于下行周期的企业，需要关注其在行业上行期是否扩张激进，预期业绩是否达标。

第二，权益市场风险。主要体现为转股价值压缩、流动性冲击加剧、退市等风险。股价持续下跌，正股价格持续低于转股价，导致可转债的“股性”丧失，认购权价值大幅缩水，转债估值压缩。同时，权益市场风险也体现在机构抛售、正股退市风险。以上或触发可转债回售条款，引发其他兑付风险。

（二）转债条款博弈风险

针对风险评估，投资者需要关注发行人实施赎回、下修条款的意向，以即使采取行动。

1、下修博弈

上文提到下修动机主要包括促进转股、避免回售或清偿、大股东减持需求。对此，存在以下情况时，下修概率较大：第一，可转债规模较小，下修股价转股后不会造成大幅稀释股权。第二，此前已经发生过下修的可转债再次满足下修条件，也说明公司股东大会较容易通过可转债下修方案。第三，转债持有人可通过价

格上涨卖出获利，避免回售。因此如果大股东持有转债，转债下修概率会更高。此外，根据公司法规定，上市公司回购注销股份将触发减资清偿，对此，上市公司一般会结合自身清偿能力、股权集中度等情况采取不同策略进行应对，包括下修、召开持有人会议豁免提前清偿、清偿。因为清偿可能会打乱公司资金安排，故倾向于使用前两种方式。第四，公司现金流情况价差，债务负担过重，再融资较难，在回售期或临近到期时下修概率更高。

由于下修后转债价格通常会上升，所以预判发行人会大概率下修转股价时，投资者需提前买入。若基本面持续较弱，则需在下修后尽快出手，警惕价格上涨不足或回调。

2、赎回博弈

上文提到强赎转股是发行可转债的主要目的，但需要注意赎回是权利，是否实施赎回具有不确定性。通常愿意赎回和愿意下修的主体具有相同特征。当预判发行人赎回意愿较强时，投资者需逐步减仓或转股，避免赎回价与市价的剪刀差损失。若是选择投资品种，此时应尽量避免高价及高溢价品种。

3、回售博弈

发行人基本面持续弱化时，当正股价接近回售触发线时，若发行人未释放下修信号，可提前回售锁定本息。如果下修，可在下修后出手。

（三）投资建议

违约与股市疲软共振时，双高转债和低价高溢价转债风险最高。双低转债应结合信用评级（AA 及以上）和正股基本面筛选；高价低溢价转债需匹配正股短期反弹预期，不确定性较大。

表 6 不同类型转债的优势及风险

类型	特征	优势	风险
双低转债	转股价值也较低，当前股价与转股价接近。	可转债的涨跌会跟随转股价值，同时低价转债下跌空间有限，有债底保护。既有股性又有债性、风险收益比高相对抗跌，博弈下修或者强赎来提升转债价格。“双低策略”（价格<130 元，溢价率<20%）是常见的保守型策略。	基本面恶化；小盘股易出现流动性陷阱。
双高转债	可转债的价格大大超过了转债价值，同时，正股价格远大于转股价格。	短期炒作收益。	估值泡沫；若发行人宣布强赎，未及时转股或卖出将面临本金损失；易受市场情绪影响。
低价高溢价率转债	可转债的价格大大超过了转债价值，即当前的股	有债底保护、下修博弈来提升转股价值。	基本面恶化；低弹性（高溢价率导致正股上涨时转债跟涨

价或远低于转股价格。		乏力)；时间成本较高(正股反弹)。
高价低溢价率转债	转股价值也较高，当前股价相对于转股价较高。	可转债的涨跌会跟随转股价值，也就是跟随股票的价格，即高弹性，股性最强。
		股性较强，跟跌明显，风险波动大；远离面值，失去债底缓冲；易触发强赎，若发行人宣布强赎，未及时转股或卖出将面临本金损失。

资料来源：中证鹏元整理

2025 年随着权益市场回暖，一定程度上缓解退市压力，条款博弈效率或逐步恢复，但信用分层仍将长期存在。尽管提振经济的政策能在一定程度上缓解企业经营和融资压力，但过剩产能行业、有限支持行业和非支持行业的企业依然存在业绩风险和偿债压力。尤其是偿债能力偏弱，存在债务到期压力以及转债规模较大、股权稀释率较高的企业。2025 年转债到期规模同比上升 11%，偿还压力依然存在，且剩余期限在 3 年内的转债有所增加，条款博弈加强。转债估值重构，未来投资需更加关注企业基本面情况，谨慎选择低价转债和高溢价转债，尤其注意临到期的双高转债（高溢价高转债价格）的强赎风险。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。

本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140