

信用评级视角下的可转债分析

2022 年 10 月 24 日

要点

- 我们认为，可转债的债性是决定其风险特征的最主要因素。我们基于其信用风险来评估可转债的风险，这主要是因为各项条款均不能必然免除可转债发行人到期偿付义务；同时，可转债的债性也对其股性有着重要影响。
- 标普信评选取的 142 家可转债样本企业的整体信用质量明显弱于传统产业类主体，主要原因是这些企业获得的外部支持相对偏弱。不过，仍有一些企业的信用质量高于产业类主体的中位数，这类企业主要集中在技术硬件半导体、建筑工程施工、交通基础设施和公用事业领域。
- 我们认为，企业经营的基本面、转股的收益性和转股价格下修约束，对可转债的股性有显著影响。

分析师

张任远

北京

+86-10-6516 6028

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王子天

北京

+86-10-6516 6060

zitian.wang@spgchinaratings.cn

概况

在近期固收资产收益率整体下行、股票市场快速反弹的大环境下，可转债成为了投资者关注的热点。标普信评将从信用评级的角度，在本文中阐述如何分析可转债的信用风险，为投资人提供一个独特视角，从而更好地认识和分析可转债发行主体的信用状况。

本次的研究中，我们选取了 142 家可转债的发行主体作为研究样本，这些具体均是可转债存续余额较大的典型企业，其存量可转债的余额总量超过 3500 亿元，占当前全市场可转债余额的 65% 以上。我们利用标普信评的相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，并对这些企业的信用质量进行了初步评估，以阐明我们如何分析可转债的信用质量，并得出了我们关于这些企业信用质量的初步看法。同时，在本文的后半部分，我们还从信用分析的角度出发，探讨了如何理解可转债的“股性”。

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

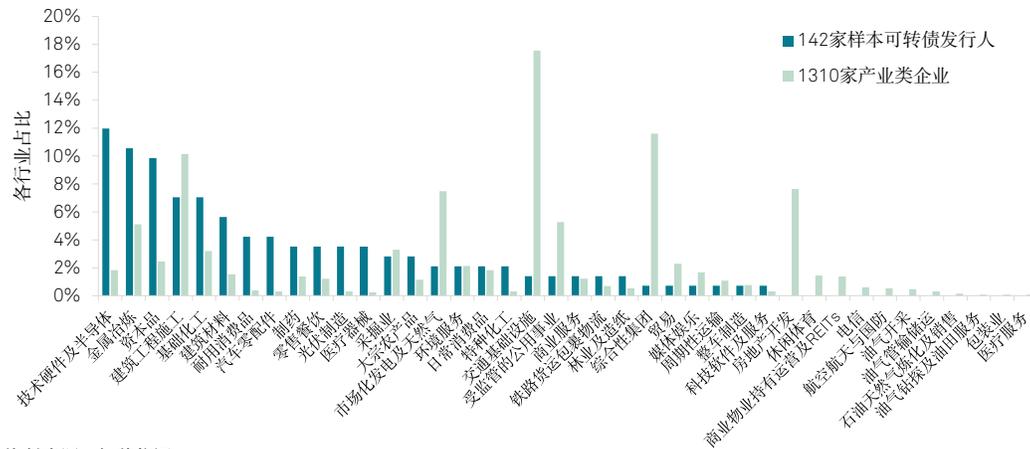
样本情况：可转债发行人结构与传统信用债发行主体迥异

在本次研究中，我们选择了142家典型的可转债发行人作为样本企业，样本的整体结构相比于传统的1310家产业类主体存在显著差异。

差异一：可转债发行人的行业涉及中下游较多

从行业分类来讲，142家典型可转债发行人中，技术硬件及半导体行业的企业数量最多。除了传统的金属冶炼、资本品、基础化工和建筑工程施工行业的发行人占比较高外，制药、消费品、医疗器械、零售餐饮以及汽车零部件行业企业也在样本中占有一定比例。相比之下，交通基础设施、电力、房地产开发和公用事业等传统产业类信用债集中的上游行业主体，在可转债市场上并不多见。

图1 可转债发行人的行业分布与信用债发行人存在很大差异

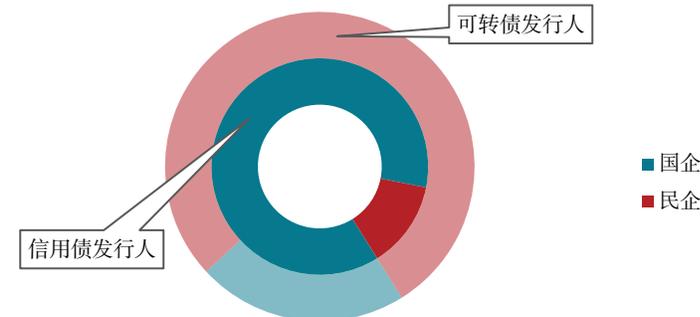


资料来源：标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

差异二：低廉的票面融资成本吸引了大量的民营企业参与其中

我们发现，样本可转债发行人主要以民营企业为主，在142家样本企业中民营企业占78%，这与传统产业类信用债发行人中，国有企业占绝对多数的情况形成了鲜明对比。

图2 可转债与传统产业类信用债发行人企业性质对比



注：本样本包含142家典型的可转债发行人，和1310家一般信用债的产业类发行人，产业类发行人的数据来自于标普信评数据库。

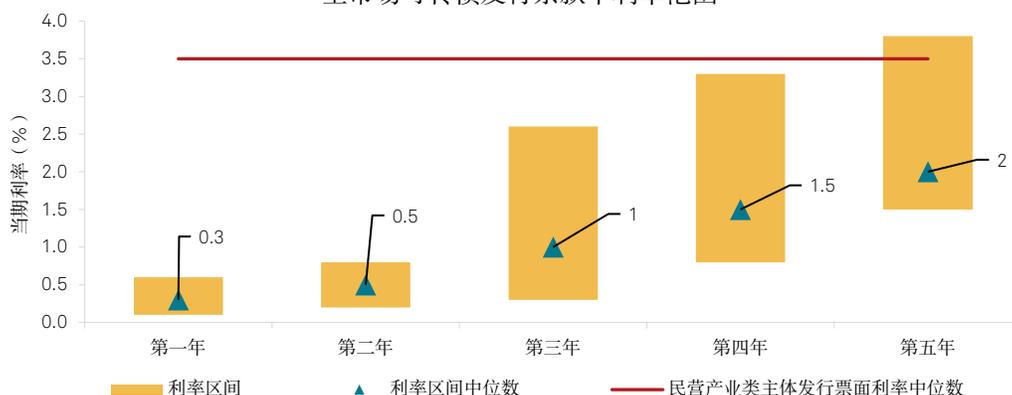
资料来源：公开信息，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，众多民企选择发行可转债的一个重要原因是，可转债的融资成本非常低。通过对全市场存续的可转债进行数据分析，我们发现，可转债在前两年的票面利率基本维持在很低的水平，其中第二年的利率区间为0.2%-0.8%，而第一年则仅有0.1%-0.6%。即使从第三年开始票面利率明显调升，调升后的票面利率也仅在0.3%-2.6%，对于大部分民营企业来说仍然是较低的融资成本。

同时，由于转股机制的存在，若公司经营发展前景较好，带动股价明显上涨，投资者还可能选择转股，从而使得企业无需偿还该笔融资。这也在一定程度上激励民营企业通过持续提高经营水平来减轻债务负担。

图3

可转债存续期前两年的利率普遍很低
全市场可转债发行条款中利率范围



注：根据截至2024年8月16日全市场可转债发行条款汇总梳理。

资料来源：Choice，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

可转债的债性是决定其风险特征的最主要因素

首先，各项条款均不能必然免除可转债发行人的到期偿付义务。通过分析可转债的常规设置条款可知，虽然可转债具备转股条款及诸多投资人保护措施，但转股并非必然发生。可转债转股受到正股价格的极大影响，且转股选择权在于投资者而非发行人，没有任何一个条款允许发行人触发免除全部还本付息义务。“岭南转债”最终走向违约，即是对可转债债性的明确体现。

表1

可转债可能包括的典型条款

主要条款	触发方	用途	说明
回售条款	投资者	保护投资者	附条件回售条款。 例如约定当正股价格相比于转股价格下跌到某种幅度时，或者约定公司发生某种重大变化时，投资者有权将持有债权回售给发行人。
赎回条款	发行人	保护发行人	除一般性到期赎回外，还可以约定在转股期限内当正股价格远高于转股价格时，发行人有权赎回可转债。
转股条款	投资者	转股	在转股期限内投资者可以选择按照转股价格，将所持有的可转债转化为上市公司股票。
转股价格下修	发行人		当公司股票价格大幅下跌时，发行人 可以选择 按照约定的条款将转股价格向下修正。

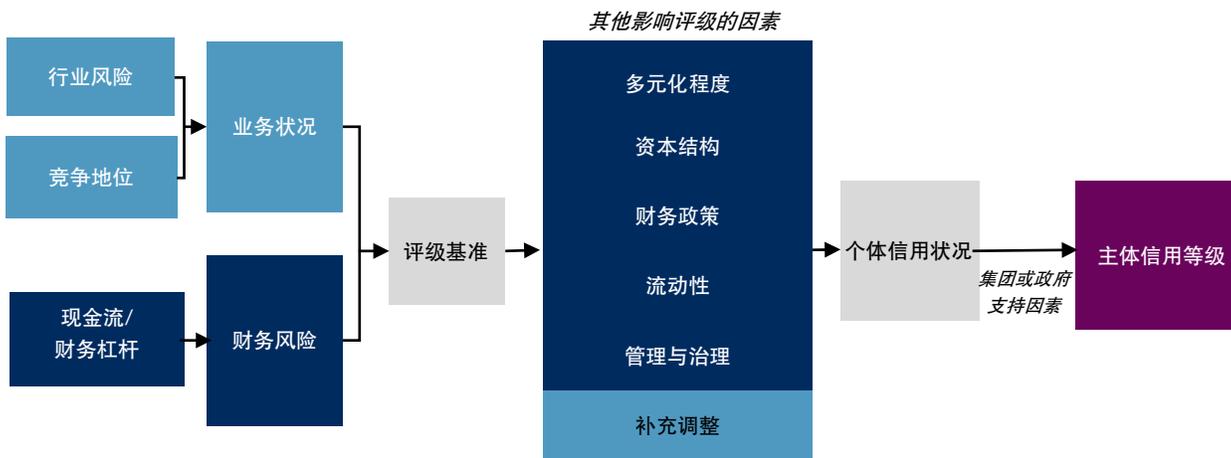
其次，发行人信用质量较弱会使得可转债的“股性”消失。一方面，信用质量较弱体现了发行人的持续经营能力很差，这将拖累公司股价持续下行，最终导致可转债的股性消失，债性凸显。以岭南股份为例，在“岭南转债”违约前，其股价已较2018年该可转债发行时缩水90%，股价的大幅下行使得公司的可转债转股困难。另一方面，转股价格调整也受到发行人信用质量的极大约束。当发行人信用质量较差时，其股价往往处于低位，进而导致发行人在下修转股价格时，很可能迫于“保持控制权”而无法将其下调到足够低的水平以鼓励投资者转股。仍以岭南股份为例，公司自2018年12月开始至2024年7月期间，先后8次将转股价格自10.63元/股下修至1.4元/股，但这一价格仍远高于其正股价格，导致投资者放弃转股。此外，在2024年7月20日，公司决定不再进一步下修转股价格。我们认为，此举很可能是为了保持控制权。以1.4元/股的转股价格计算，若4.89亿元的可转债余额全部转股，则转股数量在3.5亿股左右，此规模将超过公司实控人所控制的表决权数量。

如何分析可转债的债项安全性

鉴于可转债的属性更偏重于债性，我们采用《标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论》来评估可转债工商类发行人的信用质量，并进一步考虑可转债的债项与主体信用等级之间是否存在劣后关系。

发行人主体信用质量评估过程如下图所示，我们分别评估发行人的业务状况和财务风险，得到评级基准，而后通过调整项得到企业的个体信用状况，之后考虑外部影响后得到企业的主体信用等级。

图4



资料来源：标普信评。

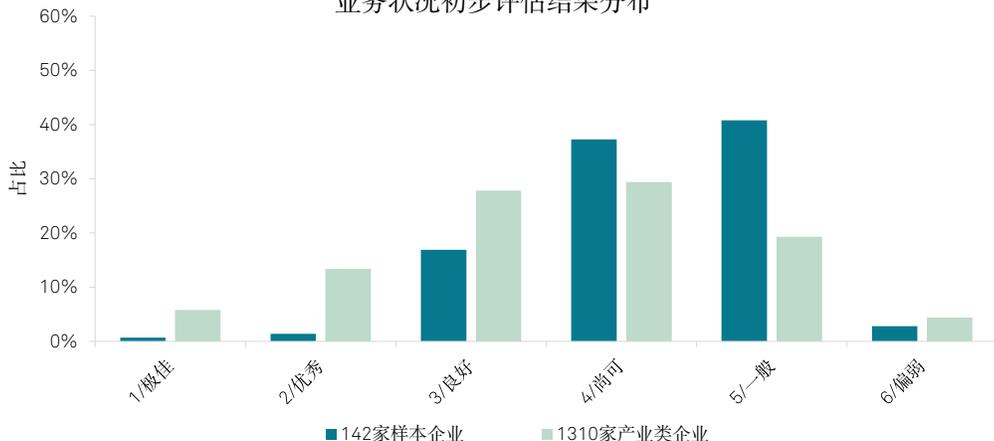
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，这142家样本企业的整体业务状况较弱。初步评估结果显示，业务表现较好的企业占比较低，整体显著弱于1310家产业类信用债主体。这种较弱的业务状况体现为这些样本企业竞争实力较弱，在产业链竞争中处于补充地位，业务规模相对偏小，不少样本企业近2-3年来面临收入规模收缩、盈利能力下滑的困境。

图5

相比于传统产业类发行人，可转债发行人的业务状况普遍较弱

业务状况初步评估结果分布



注：业务状况的打分为1-6档，1档为最好，6档为最弱。
资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

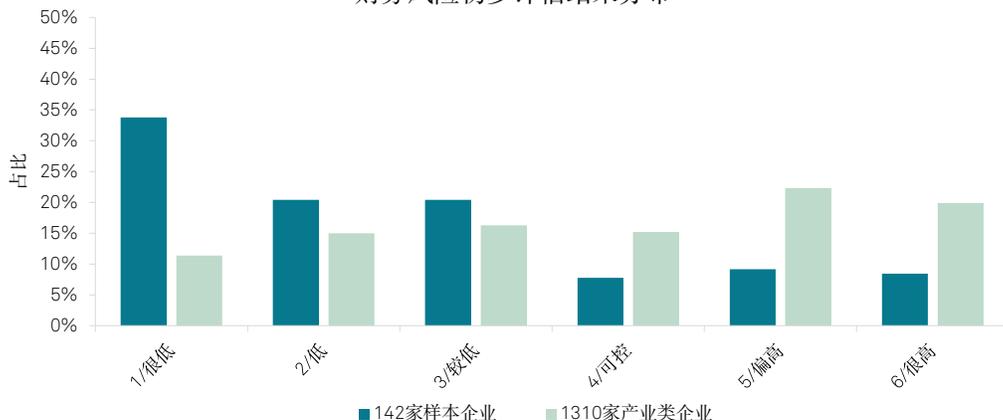
但我们认为，样本企业整体的财务风险水平相对较低，体现为其 EBITDA 对于债务的覆盖率相对较好，杠杆率低。经过我们的初步评估，在我们分析的 142 家样本企业中，超过一半的企业杠杆率处于“很低”或“低”的档位。我们认为，较低的杠杆率水平主要得益于以下几个因素：

- 大部分样本企业处于偏中游和下游行业，与传统产业类发行人相比，这些行业的投资回报周期较短，或者本身就是轻资产运营。例如，耐用消费品、汽车零配件和日常消费品等行业。上述行业中，绝大部分样本企业的财务风险均处于“很低”或“低”的档位。
- 可转债的发行人均为上市公司，拥有更加多元的融资渠道，很多企业更依赖于股权融资，特别是技术硬件及半导体行业、制药、日常消费品以及耐用消费品等行业的企业。
- 民营企业居多，融资空间相对有限。

图6

相比于传统产业类发行人，可转债发行人的财务风险普遍不高

财务风险初步评估结果分布

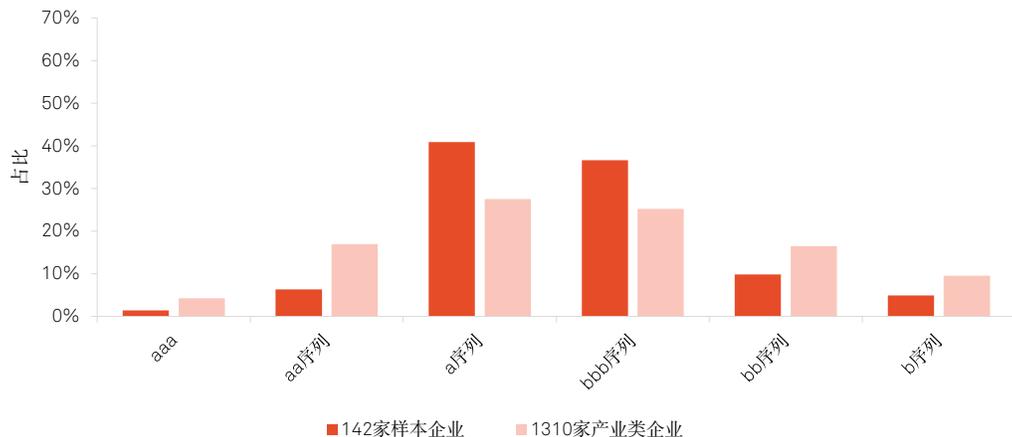


注：财务风险的打分为1-6档，1档为最好，6档为最弱。
资料来源：标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，受益于较低的财务风险，整体样本企业的个体信用状况与1310家产业类信用债主体的差距不大。虽然处于头部的企业偏少，但样本企业个体信用状况的初步评估结果集中在a序列和bbb序列，整体中位水平与1310家产业类信用债主体的中位水平一致，均在bbb序列。

图7

样本企业在个体信用状况层面与传统产业类发行人的差距不大

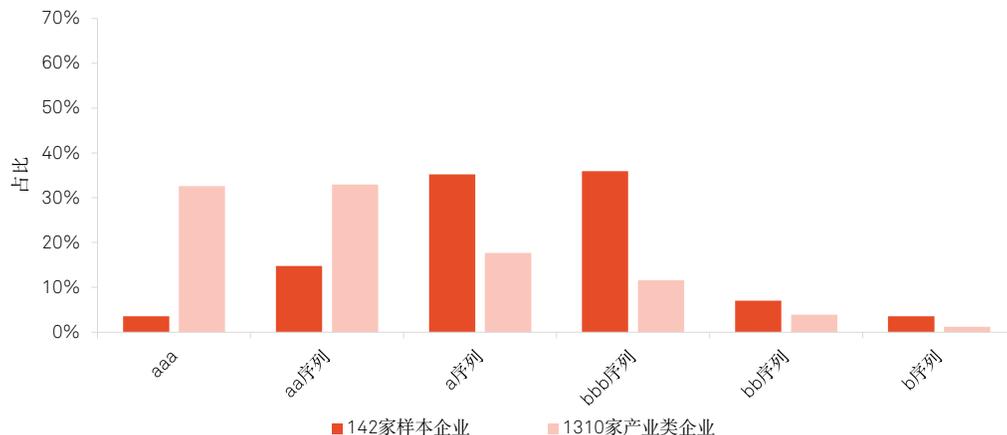


资料来源：标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，可转债发行样本企业的潜在主体信用状况整体逊色于1310家产业类信用债主体，体现为aa序列及以上的主体占比较低。通过对142家样本企业进行分析，我们发现其主体信用质量的初步评估结果中位数位于a序列。这主要是因为样本企业获得的外部支持相对较少。发行可转债的样本企业中，民营企业居多，且以中下游的市场化业务为主。这些企业获得的外部支持不及上游能源类、基础设施类等具有保障性和国计民生属性的国有企业。

图8

可转债发行人的主体信用质量明显弱于传统产业类发行人



资料来源：标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在大部分情况下，高级无抵押信用债券的最终偿债能力等同于发行人主体信用质量。但在某些情况下，受到债券条款安排、公司现金流分配结构和存量债务的担保抵押情况等因素的影响，债券的清偿顺序可能劣后。在评估可转债时，我们也会考量上述因素对债项信用质量的影响。

股性如何考量

由于可转债在持有前期的票息较低，其转股性成为投资者关注的重要收益来源。我们从以下几个方面来分析可转债的股性。

基本面和经营质量是股性的基础

不考虑资本市场自身的波动，仅从企业的角度出发，我们认为可转债的股性基础是其基本面和经营质量。我们从主体信用质量、收入增长率和股东回报率（ROE）三个角度观察企业的经营质量。

整体而言，如下表所示，142家样本企业在基本层面整体表现一般，体现为大部分样本企业在2022年和2023年的收入增长率和股东回报率均低于全部上市公司的中位水平。在这两年中，仅有37家企业的这两个指标均超过市场中位水平，占26%。而基本面过差的企业，其股价可能持续下跌，最终导致转股能力和投资人的转股意愿均明显下滑。

表2

公司名称	收入增长率（同比）		ROE%	
	2023	2022	2023	2022
蓝帆医疗股份有限公司	1%	-40%	-5.66	-3.53
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	-25%	0%	8.09	16.55
浙江花园生物医药股份有限公司	-23%	27%	7.04	15.82
北京九强生物技术股份有限公司	15%	-6%	14.97	12.66
深圳康泰生物制品股份有限公司	10%	-14%	9.30	-1.46
南京药石科技股份有限公司	8%	33%	7.19	12.36
仙乐健康科技股份有限公司	43%	6%	11.04	8.09
浙江华海药业股份有限公司	1%	24%	10.63	16.56
上海奕瑞光电科技股份有限公司	20%	30%	14.80	18.51
神州数码集团股份有限公司	3%	-5%	14.50	14.68
紫光国芯微电子股份有限公司	6%	33%	23.70	31.06
崇达技术股份有限公司	-2%	-2%	6.76	13.33
深信服科技股份有限公司	3%	9%	2.39	2.58
武汉精测电子集团股份有限公司	-11%	13%	4.33	8.31
江苏捷捷微电子股份有限公司	16%	3%	5.97	10.50
闻泰科技股份有限公司	5%	10%	3.23	4.19
深圳市景旺电子股份有限公司	2%	10%	11.11	13.89
上海韦尔半导体股份有限公司	5%	-17%	2.82	5.79
杭州福斯特应用材料股份有限公司	20%	47%	12.51	12.07
上海城地香江数据科技股份有限公司	-12%	-8%	-19.99	0.08
杭州立昂微电子股份有限公司	-8%	15%	0.81	8.74
烟台睿创微纳技术股份有限公司	34%	49%	11.30	8.42
航天宏图信息技术股份有限公司	-26%	67%	-15.03	10.65
深圳市道通科技股份有限公司	44%	1%	5.72	3.46
珠海冠宇电池股份有限公司	4%	6%	5.06	1.41

上海百润投资控股集团股份有限公司	26%	0%	20.73	13.80
孩子王儿童用品股份有限公司	3%	-6%	3.44	4.20
大参林医药集团股份有限公司	15%	27%	17.90	17.72
禾丰食品股份有限公司	10%	11%	-6.58	7.50
益丰大药房连锁股份有限公司	14%	30%	15.38	15.78
浙江华康药业股份有限公司	26%	38%	12.93	12.54
甘肃能化股份有限公司	-8%	153%	12.02	29.59
恒逸石化股份有限公司	-10%	18%	1.72	-4.21
山西美锦能源股份有限公司	-15%	16%	1.96	16.43
首华燃气科技(上海)股份有限公司	-34%	12%	-8.73	1.39
鲁泰纺织股份有限公司	-14%	32%	4.42	11.34
青岛森麒麟轮胎股份有限公司	25%	22%	14.10	11.22
佳禾智能科技股份有限公司	9%	-21%	5.37	7.39
爱柯迪股份有限公司	40%	33%	15.56	13.00
宁波拓普集团股份有限公司	23%	40%	16.60	14.97
江苏新泉汽车饰件股份有限公司	52%	51%	17.83	12.09
宁波旭升集团股份有限公司	9%	47%	12.05	15.14
华懋(厦门)新材料科技股份有限公司	26%	36%	7.11	6.84
莱克电气股份有限公司	-1%	12%	27.32	27.90
科沃斯机器人股份有限公司	1%	17%	9.43	29.48
爱玛科技集团股份有限公司	1%	35%	26.07	32.04
欧派家居集团股份有限公司	1%	10%	17.53	17.39
晶科电力科技股份有限公司	37%	-13%	2.74	1.69
盈峰环境科技集团股份有限公司	3%	4%	2.87	2.45
深圳市豪鹏科技股份有限公司	30%	6%	2.09	9.35
旺能环境股份有限公司	-5%	13%	9.67	12.60
江苏国泰国际集团股份有限公司	-13%	9%	10.94	14.04
浙江东南网架股份有限公司	8%	7%	5.18	4.76
科华数据股份有限公司	44%	16%	12.51	6.86
西子清洁能源装备制造股份有限公司	10%	12%	1.44	5.56
安徽鸿路钢结构(集团)股份有限公司	19%	2%	13.51	14.97
帝欧家居集团股份有限公司	-9%	-33%	-26.23	-40.88
深圳市中装建设集团股份有限公司	-26%	-17%	-22.09	0.31
深圳市科达利实业股份有限公司	21%	94%	14.80	17.52
深圳麦格米特电气股份有限公司	23%	32%	15.50	13.78
蒙娜丽莎集团股份有限公司	-5%	-11%	7.94	-10.76
通裕重工股份有限公司	-2%	3%	2.94	3.67
洛阳新强联回转支承股份有限公司	6%	7%	8.37	8.65
宁波震裕科技股份有限公司	5%	90%	1.70	5.35
福建龙净环保股份有限公司	-8%	5%	6.73	11.27

双良节能系统股份有限公司	60%	278%	21.60	20.71
长江精工钢结构(集团)股份有限公司	6%	3%	6.65	9.11
宏发科技股份有限公司	10%	17%	17.59	17.76
浙江伟明环保股份有限公司	36%	6%	20.09	19.52
无锡奥特维科技股份有限公司	78%	73%	40.28	35.82
江苏东方盛虹股份有限公司	120%	23%	2.02	1.73
大中矿业股份有限公司	-1%	-17%	18.86	17.44
安徽楚江科技新材料股份有限公司	14%	9%	8.37	2.16
杭氧集团股份有限公司	4%	8%	14.23	15.60
江苏亚太轻合金科技股份有限公司	6%	12%	10.10	12.81
广州天赐高新材料股份有限公司	-31%	101%	14.60	58.01
贵州川恒化工股份有限公司	25%	36%	15.12	19.09
深圳新宙邦科技股份有限公司	-23%	39%	11.53	23.24
烟台正海磁性材料股份有限公司	-7%	88%	11.92	12.59
广东道氏技术股份有限公司	6%	4%	-0.49	1.74
科顺防水科技股份有限公司	4%	-1%	-6.34	3.37
新疆天业股份有限公司	-2%	-3%	-7.80	8.45
湖北兴发化工集团股份有限公司	-7%	28%	6.73	34.09
江苏三房巷聚材股份有限公司	3%	17%	-4.22	12.34
神马实业股份有限公司	-5%	1%	1.61	5.61
新疆众和股份有限公司	-16%	-6%	17.34	20.35
宁波博威合金材料股份有限公司	32%	34%	17.12	9.39
四川东材科技集团股份有限公司	3%	13%	7.49	10.64
宁波金田铜业(集团)股份有限公司	9%	25%	6.66	5.58
天津友发钢管集团股份有限公司	-10%	1%	8.67	4.69
福莱特玻璃集团股份有限公司	39%	77%	15.23	16.43
新凤鸣集团股份有限公司	21%	13%	6.68	-1.28
仙鹤股份有限公司	11%	29%	9.35	10.68
金宏气体股份有限公司	23%	13%	10.53	8.34
张家港广大特材股份有限公司	13%	23%	3.14	3.14
五矿新能源材料(湖南)股份有限公司	-40%	163%	-1.59	20.34
浙江英特集团股份有限公司	5%	15%	15.42	10.67
上海润达医疗科技股份有限公司	-13%	18%	6.69	11.37
游族网络股份有限公司	-18%	-38%	2.00	-13.12
晶澳太阳能科技股份有限公司	12%	77%	22.48	25.15
立讯精密工业股份有限公司	8%	39%	21.55	22.73
北京银信长远科技股份有限公司	-18%	3%	6.65	11.27
通威股份有限公司	-2%	124%	22.19	52.34
烽火通信科技股份有限公司	1%	17%	3.99	3.40
隆基绿能科技股份有限公司	0%	59%	16.21	27.03

环旭电子股份有限公司	-11%	24%	11.90	21.23
晶科能源股份有限公司	44%	104%	24.37	14.59
天合光能股份有限公司	33%	91%	19.12	16.94
新希望六和股份有限公司	0%	12%	0.92	-4.65
洽洽食品股份有限公司	-1%	15%	14.87	19.40
牧原食品股份有限公司	-11%	58%	-6.33	21.03
温氏食品集团股份有限公司	7%	29%	-17.56	14.66
平顶山天安煤业股份有限公司	-12%	21%	16.53	29.70
广汇汽车服务集团股份公司	3%	-16%	1.01	-6.61
利群商业集团股份有限公司	-2%	-3%	0.71	-3.97
长城汽车股份有限公司	26%	1%	10.50	12.98
贵州燃气集团股份有限公司	-1%	21%	2.57	0.85
中节能风力发电股份有限公司	-2%	48%	9.23	12.32
深圳市燃气集团股份有限公司	3%	40%	10.40	9.58
山东高速路桥集团股份有限公司	3%	23%	11.54	17.69
广西柳工机械股份有限公司	4%	-8%	5.38	3.85
北部湾港股份有限公司	9%	8%	8.50	8.59
韵达控股股份有限公司	-5%	14%	8.99	9.05
浙江省建设投资集团股份有限公司	-6%	3%	4.86	12.93
河南省中工设计研究院集团股份有限公司	-7%	22%	4.71	8.82
中国南方航空股份有限公司	84%	-14%	-10.81	-60.15
西藏天路股份有限公司	6%	-33%	-14.47	-12.04
重庆建工集团股份有限公司	-9%	-15%	0.43	1.56
大秦铁路股份有限公司	7%	-4%	8.97	8.86
绿色动力环保集团股份有限公司	-13%	-10%	8.31	10.75
中国核工业建设股份有限公司	10%	18%	7.67	7.71
北京长久物流股份有限公司	-4%	-12%	2.64	0.76
深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	18%	25%	4.90	8.66
唐山冀东水泥股份有限公司	-18%	-5%	-5.04	4.34
中信泰富特钢集团股份有限公司	16%	1%	15.28	20.57
本钢板材股份有限公司	-8%	-20%	-9.74	-5.97
江西万年青水泥股份有限公司	-27%	-21%	3.28	5.40
浙江海亮股份有限公司	2%	17%	8.35	10.16
山东恒邦冶炼股份有限公司	31%	21%	5.88	6.21
山鹰国际控股股份公司	-14%	3%	1.14	-14.99
株洲旗滨集团股份有限公司	18%	-9%	13.39	10.15
浙江华友钴业股份有限公司	5%	78%	11.14	17.27

注：蓝色表示超过当年全市场中位水平，黄色代表低于当年全市场中位水平。

资料来源：Choice，标普信评整理。

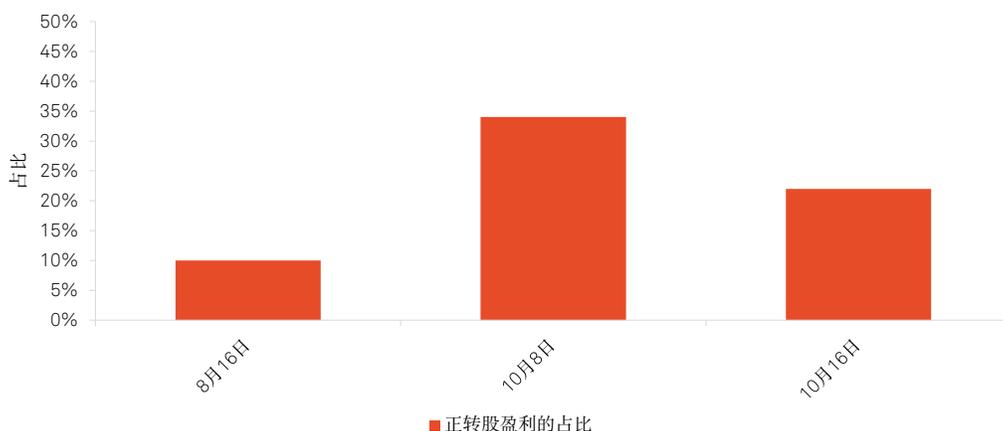
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

转股收益性

可转债是否可以转股，取决于转股价格相对于正股价格的水平。当转股价格低于正股价格时，转股可以获取收益。根据市场价格分析，样本企业发行的148支存续可转债中，按8月16日的价格计算，仅有10%的可转债具备转股价值。不过，在近期资本市场强势复苏的背景下，10月8日具备转股价值的比例提升到了34%。但仅仅一周之后，这一比例就快速下降到了22%。资本市场的波动性使得转股的收益情况也剧烈波动。

图9

142家样本企业其转股盈利性普遍较弱
样本企业存续可转债有转股正盈利的占比



资料来源：Choice、标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

转股价格调整与过度稀释

当转股价格下跌导致无法顺利转股时，可能会造成发行人的流动性紧张。在此情况下，发行人通常寄希望于通过下修转股价格来刺激投资者转股。但下修转股价格受到以下两种约束：

第一，监管约束。根据《可转换公司债券管理办法》的要求，修正后的转股价格不得低于通过修正方案的股东大会召开日前二十个交易日该发行人股票交易均价和前一个交易日均价。转股价格要低于正股价格，才能刺激投资人转股。但在前述条款的约束下，如果基本面对于股价没有支撑，那么在股价下降通道中是无法仅靠转股价格下修达成这个目标的。

第二，实控人控制权的约束。若正股价格持续下跌，下修转股价格后，可转债持有人的整体转股比例有可能高于实控人的持股比例。以10月8日的收盘价计算，在142家样本企业存续的148支可转债中，不具备转股盈利性的债券有98支，占67%。若这些可转债的转股价格均按照可以下修的最低值估算，则其中有26支债券转股后，可转债原投资者的合计持股比将超过大股东持股比例。当然，这样的计算过程存在一定的局限性，因为可转债的投资者可能会比较分散，因此转股后即使合计持股数量较大，但也很难“组团”对实控人的控制权构成威胁。不过，在公司经营欠佳、股价持续低迷的压力情景下，发行人一方面面临着可转债还本付息压力，另一方面还需考虑公司未来控制权受限的问题，这种两难情景在历史上并不少见，这也成为下修转股价格的潜在约束。

附录：样本企业名单

公司名称	所属行业	所属行业行业风险评分
贵州燃气集团股份有限公司	受监管的公用事业	1/非常低
深圳市燃气集团股份有限公司	受监管的公用事业	1/非常低
北部湾港股份有限公司	交通基础设施	2/低
大秦铁路股份有限公司	交通基础设施	2/低
杭氧集团股份有限公司	特种化工	2/低
四川东材科技集团股份有限公司	特种化工	2/低
金宏气体股份有限公司	特种化工	2/低
禾丰食品股份有限公司	大宗农产品	3/一般
新希望六和股份有限公司	大宗农产品	3/一般
牧原食品股份有限公司	大宗农产品	3/一般
温氏食品集团股份有限公司	大宗农产品	3/一般
旺能环境股份有限公司	环境服务	3/一般
浙江伟明环保股份有限公司	环境服务	3/一般
绿色动力环保集团股份有限公司	环境服务	3/一般
帝欧家居集团股份有限公司	建筑材料	3/一般
蒙娜丽莎集团股份有限公司	建筑材料	3/一般
广东道氏技术股份有限公司	建筑材料	3/一般
科顺防水科技股份有限公司	建筑材料	3/一般
福莱特玻璃集团股份有限公司	建筑材料	3/一般
唐山冀东水泥股份有限公司	建筑材料	3/一般
江西万年青水泥股份有限公司	建筑材料	3/一般
株洲旗滨集团股份有限公司	建筑材料	3/一般
北京银信长远科技股份有限公司	科技软件及服务	3/一般
孩子王儿童用品股份有限公司	零售餐饮	3/一般
大参林医药集团股份有限公司	零售餐饮	3/一般
益丰大药房连锁股份有限公司	零售餐饮	3/一般
广汇汽车服务集团股份公司	零售餐饮	3/一般
利群商业集团股份有限公司	零售餐饮	3/一般
游族网络股份有限公司	媒体娱乐	3/一般
鲁泰纺织股份有限公司	耐用消费品	3/一般
佳禾智能科技股份有限公司	耐用消费品	3/一般
莱克电气股份有限公司	耐用消费品	3/一般
科沃斯机器人股份有限公司	耐用消费品	3/一般
爱玛科技集团股份有限公司	耐用消费品	3/一般
欧派家居集团股份有限公司	耐用消费品	3/一般
上海百润投资控股集团股份有限公司	日常消费品	3/一般
浙江华康药业股份有限公司	日常消费品	3/一般

洽洽食品股份有限公司	日常消费品	3/一般
浙江英特集团股份有限公司	商业服务	3/一般
河南省中工设计研究院集团股份有限公司	商业服务	3/一般
首华燃气科技(上海)股份有限公司	市场化发电及天然气	3/一般
晶科电力科技股份有限公司	市场化发电及天然气	3/一般
中节能风力发电股份有限公司	市场化发电及天然气	3/一般
韵达控股股份有限公司	铁路货运包裹物流	3/一般
北京长久物流股份有限公司	铁路货运包裹物流	3/一般
蓝帆医疗股份有限公司	医疗器械	3/一般
乐普(北京)医疗器械股份有限公司	医疗器械	3/一般
仙乐健康科技股份有限公司	医疗器械	3/一般
上海奕瑞光电子科技股份有限公司	医疗器械	3/一般
上海润达医疗科技股份有限公司	医疗器械	3/一般
长城汽车股份有限公司	整车制造	3/一般
浙江花园生物医药股份有限公司	制药	3/一般
北京九强生物技术股份有限公司	制药	3/一般
深圳康泰生物制品股份有限公司	制药	3/一般
南京药石科技股份有限公司	制药	3/一般
浙江华海药业股份有限公司	制药	3/一般
珠海冠宇电池股份有限公司	资本品	3/一般
盈峰环境科技集团股份有限公司	资本品	3/一般
深圳市豪鹏科技股份有限公司	资本品	3/一般
西子清洁能源装备制造股份有限公司	资本品	3/一般
深圳市科达利实业股份有限公司	资本品	3/一般
深圳麦格米特电气股份有限公司	资本品	3/一般
通裕重工股份有限公司	资本品	3/一般
洛阳新强联回转支承股份有限公司	资本品	3/一般
宁波震裕科技股份有限公司	资本品	3/一般
福建龙净环保股份有限公司	资本品	3/一般
双良节能系统股份有限公司	资本品	3/一般
宏发科技股份有限公司	资本品	3/一般
无锡奥特维科技股份有限公司	资本品	3/一般
广西柳工机械股份有限公司	资本品	3/一般
甘肃能化股份有限公司	采掘业	4/较高
山西美锦能源股份有限公司	采掘业	4/较高
大中矿业股份有限公司	采掘业	4/较高
平顶山天安煤业股份有限公司	采掘业	4/较高
恒逸石化股份有限公司	基础化工	4/较高
江苏东方盛虹股份有限公司	基础化工	4/较高
广州天赐高新材料股份有限公司	基础化工	4/较高

贵州川恒化工股份有限公司	基础化工	4/较高
深圳新宙邦科技股份有限公司	基础化工	4/较高
新疆天业股份有限公司	基础化工	4/较高
湖北兴发化工集团股份有限公司	基础化工	4/较高
江苏三房巷聚材股份有限公司	基础化工	4/较高
神马实业股份有限公司	基础化工	4/较高
新风鸣集团股份有限公司	基础化工	4/较高
神州数码集团股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
紫光国芯微电子股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
崇达技术股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
深信服科技股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
武汉精测电子集团股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
江苏捷捷微电子股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
闻泰科技股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
深圳市景旺电子股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
上海韦尔半导体股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
杭州立昂微电子股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
烟台睿创微纳技术股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
航天宏图信息技术股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
深圳市道通科技股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
科华数据股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
立讯精密工业股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
烽火通信科技股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
环旭电子股份有限公司	技术硬件及半导体	4/较高
上海城地香江数据科技股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
浙江东南网架股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
安徽鸿路钢结构(集团)股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
深圳市中装建设集团股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
长江精工钢结构(集团)股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
山东高速路桥集团股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
浙江省建设投资集团股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
西藏天路股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
重庆建工集团股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
中国核工业建设股份有限公司	建筑工程施工	4/较高
安徽楚江科技新材料股份有限公司	金属冶炼	4/较高
江苏亚太轻合金科技股份有限公司	金属冶炼	4/较高
烟台正海磁性材料股份有限公司	金属冶炼	4/较高
新疆众和股份有限公司	金属冶炼	4/较高
宁波博威合金材料股份有限公司	金属冶炼	4/较高
宁波金田铜业(集团)股份有限公司	金属冶炼	4/较高

天津友发钢管集团股份有限公司	金属冶炼	4/较高
张家港广大特材股份有限公司	金属冶炼	4/较高
五矿新能源材料(湖南)股份有限公司	金属冶炼	4/较高
深圳市中金岭南有色金属股份有限公司	金属冶炼	4/较高
中信泰富特钢集团股份有限公司	金属冶炼	4/较高
本钢板材股份有限公司	金属冶炼	4/较高
浙江海亮股份有限公司	金属冶炼	4/较高
山东恒邦冶炼股份有限公司	金属冶炼	4/较高
浙江华友钴业股份有限公司	金属冶炼	4/较高
仙鹤股份有限公司	林业及造纸	4/较高
山鹰国际控股股份公司	林业及造纸	4/较高
青岛森麒麟轮胎股份有限公司	汽车零配件	4/较高
爱柯迪股份有限公司	汽车零配件	4/较高
宁波拓普集团股份有限公司	汽车零配件	4/较高
江苏新泉汽车饰件股份有限公司	汽车零配件	4/较高
宁波旭升集团股份有限公司	汽车零配件	4/较高
华懋(厦门)新材料科技股份有限公司	汽车零配件	4/较高
中国南方航空股份有限公司	周期性运输	4/较高
杭州福斯特应用材料股份有限公司	光伏制造	5/高
晶澳太阳能科技股份有限公司	光伏制造	5/高
隆基绿能科技股份有限公司	光伏制造	5/高
晶科能源股份有限公司	光伏制造	5/高
天合光能股份有限公司	光伏制造	5/高
江苏国泰国际集团股份有限公司	贸易	5/高
通威股份有限公司	综合性集团	不适用

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://Private Credit Analysis (spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2024 标普信用评级 (中国) 有限公司 保留所有权利。

标普信用评级 (中国) 有限公司 (简称“标普信评”) 拥有上述内容 (包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出) 或其任何部分 (简称“内容”) 的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可, 严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容, 或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商, 及其董事、管理人员、股东、员工或代理人 (统称“标普方”) 均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏 (疏忽或其他), 无论其原因如何, 以及因使用内容而获得的结果, 或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证, 包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷, 以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下, 标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失 (包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失) 承担责任, 即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析 (包括评级和内容中的陈述) 是截至发表之日的意见陈述, 而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策 (如下所述) 并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议, 也不涉及任何证券的适合性。在发布后, 标普信评不承担更新 (不论以任何形式或格式) 发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时, 不应依赖内容, 内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问, 除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息, 但标普信评不审计其获得的信息, 也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布, 这些原因不一定取决于评级委员会的行动, 例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构 (NRSRO) 的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级, 所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见, 并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级, 不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级, 或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级, 标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离, 以保持相应活动的独立性和客观性。因此, 标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序, 以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬, 报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布, 包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。