

可转债投资导航图： 筑就稳健的长盈投资策略

兰色 著

作者本名：李晖

版权所有 © [李晖]。未经许可，禁止转载、复制或以任何方式使用本作品。

第一章：前言	3
第二章 什么是可转债	13
第三章：可转债相关概念介绍	27
第四章：可转债的两个价值锚点	54
第五章：攻守兼备的投资品	75
第六章：可转债投资模式概览	86
第七章：三线复式投资法详解	105
第八章三线复式投资法实战案例解析	133
第九章：可转债打新	153
第十章：转债投资 Q&A	161
第十一章：写在最后的话	174

第一章：前言

送给所有投资者的话：投资行为是世界观在投资领域的具体表现形式。

第一节 鸣谢：

我有一个习惯，每次演讲的第一部分都是鸣谢。

我听过很多演讲，我知道大家约定俗成的习惯是将感谢放在最后，但我依然坚持把感谢放在最前面，因为如果没有他们，我的人生就会缺失很重要的一个组成部分，当然更不会有想法、有能力完成这本书，读者们也不会看到这本书，更不会有后面的故事。对于很多人来讲，这本书可能很普通，甚至不值一提。但对于我和我的朋友们，这本书是有意义的，他记录了我与我的朋友们关于投资的一些思考，是我们投资生活的重要见证。在写书的过程中，我的很多朋友对我提供了很多帮助，我们是很平凡的一群人，他们有自己的工作，有自己的家庭，有自己的生活，这些朋友中，有些甚至素未谋面，是一些机缘巧合使我们走到了一起，所以这本书也是我们友谊的见证，更是我们投资理念的结晶。

下面请允许我简单的为大家介绍一下我和我的朋友们。

安道全先生

安道全是《可转债投资魔法书》系列图书的作者，该书可能是

中国大陆描述可转债投资最早最清晰最全面的一本书。2014年我读到这本书，并有机会认识了他和他们团队中的一些成员。由于同在一个城市，我参加了几次线下见面会，因为他的影响，我逐步形成了自己的投资风格，成为了一名长盈投资者。在这个过程中，我获得了很多也逐渐的认同了安道全先生的投资方式。应该说安道全先生是我投资道路上非常重要的一位老师，是他和他的书，指引我走进了可转债的大门。

2017年5月12日下午，我和安道全老师伴着夕阳聊了很久，我们决定建立一个公众号为大家提供服务，而这个团队，也正是这本书的协作团队雏形。正是那一天的谈话，才有了后面的故事。对于安道全老师，我认为他给我的最大的帮助就是让我意识到，投资并不是一种方法，而是实践的过程。实践的指引则是一种智慧，对我来说这种智慧的源头来自安道全老师。

jacky1979

严格意义上我和 jacky 是算是网友，2014 年我在知乎上发布了一篇文章，我需要一个小伙伴来和我一起做一些有意义的事情。jacky 老师在下面回复了内容，就是那个回复，使我们成为了彼此重要的朋友和伙伴，一直到今天。jacky 是一个思维缜密、思路清晰的人，和他讨论问题的时候，我总能感觉到他不是一样的思维角度。jacky 和我成立了一个名为数据宝 “shujubox.com” 的公益性微信公众号，我们通过数据宝向投资者免费提供数据服务。直到今天数据宝依然持续向用户免费提供服务并收获了

众多忠实粉丝。在一个心理学讲座上，老师曾经问过我一个问
题，你对多少个人有帮助？我说了一个数字，老师觉得不可能
有这么多人，我说这是关注我公众号的用户数量，如果你对别
人没有帮助，别人就不会关注你。老师听到了我的回答一直在
点头，如果没有 jacky，这个数字不会是现在的数量级，我为
遇到他而感到高兴，而一切过往皆为序章。

Imppbb

Imppbb 老师姓陈，每次我叫他陈老师，他总说大家都是同桌，
不要以老师称呼他。Imppbb 是安道全老师投资理念的忠实追随
者，但又由于安道全老师是塔勒布的粉丝和一名憨夺型投资者，
所以陈老师也是。在我看来陈老师绝对是一位“活明白”的人，
他曾经做过上市公司的员工、政府公务员、创过业。现在，已
经功成身退啥也不干了。2022 年 6 月，陈老师家公子顺利的完
成了高考，陈老师说，这本书会作为他儿子投资的启蒙教材。
我问过陈老师，“无业游民”的日子想怎么过，陈老师说他想
继续用时间践行可转债投资策略，所以我觉得陈老师是个活明
白的人，因为在我所有的称呼里，我也希望别人叫我投资者，
陈老师率先做到了，着实令人羡慕。

李子梦

子梦是团队里唯一一个年龄比我小的同学，但也算是同龄人。
李老师做了 10 多年的可转债数据，对数据的敏感度非常高，
且一直任劳任怨的工作，又极少失误。安道林泉公众号成立以

后，我试着让李老师分享一些数据和录音和大家分享，大家都说李老师的声音好听，分享的数据有代表性。李老师是 2 个孩子的爸爸，同时和我一样也是一名摄影爱好者。我还记得我们 2 个人在太原永祚寺门前的广场上看着太阳慢慢升起的场景。相同的投资理念有一种让人一见如故的感觉，我们彼此想法类似，却又有说不完的话。这感觉，就是我见到子梦时的那种感觉。

Lowrisk

Lowrisk 老师姓陈。每隔半年，我和安道全老师都找 Lowrisk 吃顿饭。吃饭的主题无外乎投资，但真正能说到投资的内容少之又少。成熟的投资者都不怎么聊投资。尤其是投资理念相同的人群。所以每次我们都绞尽脑汁的找不同，希望对方给自己挑挑毛病，生怕自己在逻辑上有漏洞，但老陈每次都是嘿嘿嘿的傻笑。陈老师以前在券商工作过，做过研究员，在资管做过投资主办，获得过金牛奖。听过的有教育意义的故事估计比我多不少。他的微信头像是一名棒球击球员，击球员在棒球中的义务是在对方投手投出好球时做出击打动作。但有时投手也会故意扔几个坏球来迷惑击球手。所以击球手轻易是不会挥棒的，除非他对击打到来球非常有信心。我想这就是陈老师希望时刻提醒自己的事情，也是一个好的投资者应该具备的素质之一。

兰色

兰色就是我，我的故事很长，下面有一部分内容会聊聊我投资

的经历故事和思考。我是一名事业单位的职员，一名 IT 工程师，一名签约摄影师，一个漂亮姑娘的爸爸，一个踢了 20 多年足球还在一起坚持的人。我的身上有很多标签，但这些标签的交集少的可怜。当我和我的朋友说我在写一本书的时候，有人认为会是一本关于信息化建设方面的书，也有人斩钉截铁的说一定是一本关于摄影的书…其实在我所有的称呼里，我最喜欢大家叫我投资者。这个名字听起来很有成就感，也能给人一种很踏实的感觉。我把要给大家写一段评语的事情告诉子梦以后，他憋了半天憋不出来，跟我说，哥你看着写吧，我不知道怎么评价自己。现在这个问题也落在我头上了。说实话，评价自己是很困难的，你越是想客观，就越难以客观的描述自己。所以这个问题留给读者吧。我为这本书付出了很多时间和心血，我依稀记得 2021 年的夏天，我骑着电动车在大街上找一个 24 小时营业的麦当劳，第一家 12 点打样以后，我就不得不骑上车继续找。最后，我在自己汽车的后座上完成了当日的写作计划。虽然写书的过程很困难，很折磨人，但购买一本书却是很容易的。所以，此时此刻我最大的心愿是希望您认为这本书对您有所帮助，希望它的价值对得起您为它所付出的时间，仅此而已。

第二节：众里寻它千百度，蓦然回首那人却在灯火阑珊处

关于我：

我进入投资市场的那个年代，市场正处于一个非常动荡的时期，那是 2007 年至 2008 年的大牛市。那场牛市留下了许多传奇的财富故事。我也是那个牛市中平淡无奇的一员，和其它投资者一样，我被跌宕起伏的市场所吸引，也一直在寻找一种能够长期稳定盈利的投资模式。我总在想，什么样的模式能够一直支撑我们将自己的资产像滚雪球一样变得越来越多。大家应该都听过滚雪球的故事，雪球越来越大固然好，但您想过没有，牛市戛然而止的那一刻，投资者如何保护自己呢？我想长期稳定持续的盈利是投资能够在市场中生存的重要条件。一只永远在爬行的乌龟总有一天会走到终点，偶尔睡觉的兔子可就不一定了。无论雪球滚得有多大，只要雪球碎掉，对投资者来说结果都是血本无归。

我作了一个简单的计算，如果您以每年 10% 的收益率平稳增长 10 年，第 11 年时如果您亏损了 10%，实际上您亏损的资产比您在第 1 年和第 2 年所有盈利的总和还要多一些。那么问题来了，怎样才能防止这样的事情发生呢？

完美答案的重要组成因素是找到一个合适的投资品。如果一个投资品的回撤幅度处于可控范围且具备大幅上涨的潜力，那么它就是一个优秀的投资标的。对于投资者来说，投资这样的投资品一定会事半功倍。你也许会问，世界上有这样的产品么？答案是有的。银行有些理财产品就是大概率保本产品，这也是很多人喜欢银行理财产品很重要的原因，因为它确实非常安全，

缺点是它的收益比较有限。还有一类股权投资品，它的过往证明了它不仅能为大家带来很好的收益，而且下跌幅度相对比较可控。这类产品比较有代表性的例子就是指数基金。指数基金的问题在于，指数并没有在条款上对投资者进行保障，它的过往只是恰好符合了这个特点，而以前并不代表以后，没有条款保证，指数基金仍然存在突破下跌幅度历史极值下限的可能性，2021 年的中概股就为投资者敲响了警钟。

是否有一种产品既能在投资条款中最大限度的保证投资保本，又支持投资者获取较高收益呢？这就是我们这本书要向大家介绍的产品——可转债。可转债是一种在投资条款中对投资者保护非常友好的投资产品。条款是难以突破的，它要比过往的历史数据可靠得多。

我相信每个投资者都听说过这样的一句话，富贵险中求。人们认为盈利是需要投资者承担一些风险的，很多著名的价值投资者也认为，投资是通过预测未来的市场进行盈利的，但未来恰恰不可预测。我同意这个观点，也正是这样，获利的真谛才让投资者们趋之若鹜。

其实投资的真谛并不难寻找。未来无法预测，但明天的太阳大概率依然会照常升起。如果投资者们能找到了一条路径，让自己站在大概率胜利的一方，当市场不利于投资者时，投资者能保护好自己，当市场行情较好的时候，投资者能获取盈利，投资者反复在市场上做大概率盈利的事情就能赚钱，不是吗。在

真正讲解可转债之前，先来聊聊的投资之路，也许对大家的思路进阶提供一些启发。

和绝大多数投资者一样，投资的初期我最先接触的是股票，我发现股票投资非常困难。投资获利的要求很简单，买的便宜，卖的贵就行。但我很难正确判断买到的股票到底是便宜还是贵。所以当股票涨了一点点时，我总是拿不住想赶紧出手兑现盈利，而当股票下跌了一些，我总认为股票还会涨回来。事实证明有的时候股票会涨回来，也有些时候股票则会一落千丈。这种策略的投资体验很差，赚钱的时候只能赚一点点，亏钱的时候却损失很多。为了弄清楚股票到底值多少钱，投资者们发现了很多种对股票价格进行评估（即所谓的估值）的方法，在这本书里我不想和大家深入讨论这个问题，但我想说，股市存在的100多年中，市场上关于股票估值方法的争论从来没有停止过，时至今日股票估值方法也并没有完全统一，很多投资者依然在不断摸索；对普通投资者来说，学习股票估值方法并合理应用于实际投资需要非常长的时间和经验磨练才能实现。

在意识到股票投资并不能使我长期轻松稳定的盈利之后，我又去接触了黄金和外汇。我认为股票下跌是无法赚钱的，而黄金和外汇即使下跌也可以赚钱。实际上，当我投资外汇和黄金之后，我才发现我的损失比投资股票要多得多。因为我只要错判方向，上涨也可能会令我亏损，我想这种类型的投资品并不适合追求稳定收益的普通投资者。

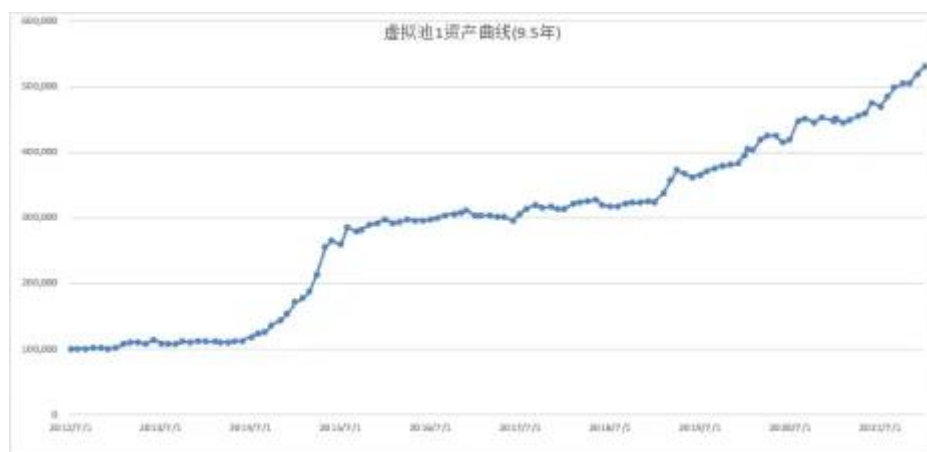
在这之后，我开始尝试进行债券投资。回过头来想债券，我认为其实很难有人真正认识到债券的好处，大家通常都认为债券收益率太低，投资债券就会将宝贵的现金固定在一个比较低的收益率上，对于宝贵的现金来说，绝对是一种浪费。但其实，相比股票市场投资收益的不确定，债券市场相对确定的收益，有其自身的利用价值。在不断变化的股市中债券就像一面镜子，时刻分辨着股市的机会与风险，著名投资者巴菲特曾经非常明确的为债券与股票之间建立了联系。他曾经说：当股票的收益率低于两倍 10 年国债收益率，就是离开它的时候了。是的，债券是一面镜子，为投资者提供将股权类资产转化为债券类资产的完美时机。

然而，还有一种另类债券，以其特有的收益率水平深深的吸引了我，最终遇到它时，我才终于找到了一种攻守兼备的投资产品——可转债。可转债是一个设计非常友好的投资品，它既拥有股票的波动性，下跌时又能对投资者产生一定保护。这样的产品设计正是我一直在苦苦寻找的。它使我可以有底气、有勇气去进行投资。

那么下面就让我们详细来聊聊可转债投资吧，它是如此简单，却又能让人如此轻松获得收益。希望您有机会，听我把可转债的故事讲完。

下图为可转债三线复式投资法模拟投资资金增长曲线图，本书将着重向大家介绍这种可转债投资方法的模式及具体实现方

法。大家可以看到，这条接近完美的投资收益曲线呈现了 2 个特点，1 是投资收益率高，相比指数投资的抄底逃顶，可转债投资方法的收益率要高出不少，2 是回撤控制的非常到位，几乎可以说是完美。那么这 2 种投资者梦寐以求的特性是如何实现的呢？我将用一本书的时间来和大家分享其中的奥妙。



第二章 什么是可转债

第一节可转债的投资价值——容易计算的盈亏平衡点

可能很多人都和我一样，在投资之初，最先接触的是股票，又叫股权类资产。投资世界里，股票的投资人群最多，交易量也最大，投资门槛相对比较低。一买一卖之中，买价小于卖价就可以挣钱。由于股票投资的操作看起来非常容易，盈利逻辑简单，被很多投资者认为是快速盈利实现财务自由的不二选择。但正如一些资深投资者所说，最难的东西看上去也最简单。买卖背后的逻辑其实非常复杂。投资者总是困在 7 亏 2 平 1 盈利的魔咒中无法自拔。就我个人的投资经验来总结，股票投资的困惑在于由于公司的唯一性和盈利的不断变化，投资者很难对其真实的价值进行估量，造成的结果则是，投资者无法预估股票的真实价值。如果没有估算出股票的真实价值，那么前面我们提到的股票盈利的前提，即买的便宜，卖的贵就无从谈起。相信拥有股票投资经验的读者应该对这个问题深有体会，那么可转债能解决这个问题吗？答案是肯定的。相比于股票，可转债对其真实价值的估量就容易多了。可转债是一种债券，他的价值有面值及利息构成。例如，张三借给李四 5 万元，双方规定 3 年后归还，李四因借款另需支付利息 0.5 万元，那么本次借贷的总体价值是 5.5 万元，如果有一天，张三因为用款紧张需要卖出这张借条给王五，那么王五只要购买的价格在 5.5 万

元以下，只要到期李四能够归还借款和利息，王五就不可能亏损。这就是可转债价格及价值定义的本质。其原理简单且清晰，新手投资者都能看懂，也能通过简单的计算寻找到自己的盈亏平衡点。有了这个特点，即便是投资小白也能轻松上手可转债投资。因此，可转债的投资难度要远远大于股票及其他投资品。

第二节可转债的投资价值——股票与债券组合是成功投资者的必然选择

股票和债券都是投资者投资的重要组成部分，在一个成熟的投资框架中，二者缺一不可。为什么对于一个投资者来说，股票和债券都是不可或缺的呢？为了弄清楚这个问题，我们需要从股票和债券各自不同的性质出发，才能理解其背后真正的原因。股权类资产（股票）和债券类资产（债券）有着不同的投资目的，投资股权类资产可以使自己成为公司的拥有者，拥有公司资产和盈利。而投资债券类资产可以使自己成为一名债主，拥有收取利息和到期收取本金的权利。

根据以上两类资产的特点不同，聪明的投资者发现了股票和债券的不同用途。股权类资产可以抵御通货膨胀。因为资产通货膨胀的过程中，资产也会涨价，例如一个上市公司拥有 100 吨的黄金，无论通胀多么严重，公司的股价也会跟着通胀一路飙

升。因为黄金的价值始终存在。因为，无论通货膨胀多么严重，黄金的价值始终坚挺，股价*货币的价值始终必须等于公司资产的价值，在这个例子中也就是黄金的价值，因此，拥有实质性资产的公司抵抗通胀这一方面拥有自己独特的优势。但股票也有自己的弱点，公司由于盈利能力和经济周期的原因，股价总是大幅波动，因此一旦投资者遇到深度下跌的股票，对投资者的伤害依然是非常巨大的。

反过来看债券，对于通胀来说，债券的防御性就差的可怜。因为债券在设立当初就约定了价格和利率，因此越是猛烈的通胀，对债券就越不利。但债券却在抵抗深度下跌方面有着自己独特的优势。在前面的章节中我们已经和大家分享了只要借款人能够正常还钱，那么债券的价值就会趋近于借款+利息。因此债券几乎不太可能遇到深度下跌的情况。这也就为股票的下跌，提供了一个很好的现金渠道。投资者如果同时持有股票和债券，那么在遇到股票深度下跌的时候，就可以利用债券价格波动较小的优势卖掉债券为股票进行补仓。从而达到远期能够在股票投资中盈利的目的。

阅读了以上的例子，不知道大家是不是有一个疑问，为什么投资者一定要投资股票从而才能获利呢？股票真的很赚钱吗？答案是肯定的。让我们回顾一下过去 10 年（2012 年至 2022 年）的股票黄金债券和现金的表现吧。

全球股票平均年化收益率：约为 9.4% 全球债券平均年化收益率：

约为 3.5% 黄金平均年化收益率：约为 3.3% 美元现金平均年化收益率：约为 0.5%

过去 10 年中，股票市场的平均回报率是 9.4%，债券市场的平均年化回报率是 3.5%，黄金市场的平均年化回报率是 3.3%，而现金市场的回报率最低只有 0.5%，从这个数据中大家就可以看出，投资股票一定是一门非常划算的投资。而股票的投资方式则告诉我们。只有在买的便宜的时候才能更容易赚钱。因此在股票和债券同时投资的这个模型里，股票是最赚钱的投资品，而债券则充当了为股票市场提供补仓资金的主要来源。观察很多成功交易者的持仓大家就可以看到，很多投资者都在使用这样的模型进行投资。

以上的内容，我们和大家分享了各种投资品的收益率以及成熟的搭配模式。然而对于很多投资者来说，了解每个投资品的特点，找到合适的投资标的并且熟练的在几种投资品之间进行仓位平衡是一件很难完成的工作。如果只能选择其中一个投资品进行投资，投资者应该如何选择呢？毫无疑问，一定非可转债莫属，可转债不仅兼具股性和债性，也同时具备抗跌和向上冲击力。因此，让我们回到下图中这条接近完美的资产收益率曲线中来。并不是投资者的投资能力有多么出众，而是投资者选择了正确的投资品，使自己的投资变得简单了而已。

因此如果投资者对投资可转债充满了信心。那么学习就不是一件难事了，因为兴趣永远是最好的老师。让我们正式开始这个

旅程吧。

第三节 正式开始前的 2 个小提示

在开始这段旅程之前，我其实还有两个小贴士和大家分享。

小提示 1：债券是投资中不可或缺的投资品其实是本书的四大重点内容的其中一个部分，虽然这一部分的内容我们只用了很少的篇幅，很多读者甚至认为以上的描述并无必要，但其实这一部分的内容是非常关键的。它非常清晰的向投资者展示了为什么我们需要去投资债券，成功的投资模型到底是什么。它是投资中的最大的最重要的框架，是所有投资决策的基础。我在后面向大家讲述可转债的投资方法以及可转债的投资技巧等内容的时都是在这个框架下面进行的。如果大家没有这个框架的认识。我相信大家在投资过程中依然会感到困惑。

小提示 2：上面的内容中，从两个不同的维度去分析了，为什么可转债是不可或缺的投资品，无论是投资者只选择一种投资产品进行投资，还是选择股票和债券这两种方式进行投资，可转债都是不可或缺的。而这两种方式也是绝大多数投资者会选择的方式。因此在我个人看来，无论是一个投资小白还是一个很丰富经验的投资者。学习可转债投资知识，都是投资学习中必不可少的一个重要环节。这也是我写这本书的一个重要意义，因为几乎所有的投资者都需要去了解可转债，投资可转债。

第四节 可转债的具体投资应用——了解可转债, 让你的投资事半功倍

介绍一下可转债

很多投资者都听说过可转债的名字, 但不知道有多少人真正了解什么是可转债。可转债的全称叫做可转换公司债券, 它本质上是上市公司发行的一种债券, 这种债券与普通债券的特别之处在于它规定了一些特殊条款, 在一定条件下, 债券可以转换成上市公司的股票。正是因为它能够在特定的条件下转换成公司股票, 所以为投资者提供了远远高于普通债券收益率的可能性。很多投资者都是因为可转债是债券却又有高收益的双重特性, 结识了可转债。

上面一段话里有很多知识点, 大家如果对可转债不是很理解可能会一头雾水, 没关系, 下面我们慢慢给大家解释。

什么是债券?

债券, 是一种公开发行并可以进行交易的借条。人与人之间借款可以用借条作为凭据。国家、企业需要借款的时候, 就可以发行债券。我们比较熟悉的国债, 是国家以国家信用为基础, 向社会公众借款而形成的债权债务关系。而公司债、企业债, 则是企业以自己的信用为基础, 向社会公众借款的行为。债券有自己的发行主体、发行价格, 发行时间, 结束时间, 面值, 利息等等属性信息。映射到借款关系里, 简单来说就是, 发行主体对应的是谁需要借钱, 发行时间对应什么时候需要用钱,

结束时间对应什么时候还钱，面值对应一张债券值多少钱，利息对应每年给借款人多少利息，等等。

发行主体 => 需要借钱的人/机构

发行价格 => 购买债券的成本

发行时间 => 开始使用资金的时间

结束时间 => 偿还债务的截止时间

面值 => 债券的面值金额

利息 => 每年支付给债券持有人的利率收益

读到这里，大家就会明白。债券和股票有着本质的不同。股票投资的意义在于作为公司股东，投资者可以从公司盈利以及股票的上涨中获利。而债券投资的根本获利点在于利息收益。利息收益的特点是数值比较固定，收益绝对数值相对股票收益也比较有限。股票投资的主要风险点是股票的价格波动和公司的盈利能力波动。而债券的风险点则截然不同，借款机构如果能够按期对债券进行兑付并支付利息，经营状况的好坏投资者其实并不需要过分担心。

总结一下，债券投资的关注重点其实只有一条，就是借款人能否正常还款和支付利息。

第五节可转债的特点

可转债作为一种特殊的债券，完美的继承了债券属性，又与股票进行了有机联系。近些年来可转债之所以能够受到很多投资者的关注，主要是因为可转债除了债券属性还有以下 3 个方面的特点：

特点 1：可转债作为一种债券，它的投资收益率要远远高于其它普通债券。普通债券（纯债）对于投资者来讲虽然有着无法比拟的安全优势，但它较低的收益率也对投资者整体收益率产生了阻碍。纯债投资也叫做固定收益投资，在投资者买入债券的那一刻，投资者就可以计算出自己的年化收益率和总收益率。与股票投资在逻辑上收益率可以无限高相比，差距非常巨大，高波动率，高收益率，总是令人心动。

特点 2 转债作为债类投资品，有着 t+0 交易也就是当日买入当日卖出的特性。投资者可以避免持仓过夜的风险，进而对可转债进行短线操作。也正是这样的原因促使倾向于投机的投资者也愿意参与可转债市场投资。

特点 3，可转债在一定条件下具有下有保底上不封顶的特性。可能很多投资者都听说过可转债是一种下有保底，上不封顶的投资产品这句话。但在这里，我想和大家强调的是可转债作为一种下有保底上不封顶的投资产品，需要一些前提条件，在条件具备的前提下对可转债进行投资的时候，才能够拥有下有保底上不封顶的特性。当可转债以债券的方式进行运行的时候，

它有着自己的保底特性。这种保底特性主要是来自于可转债作为债券进行估值时的安全特性。当公司的还款能力没有发生变化时，投资者在到期价值以内（我称之为安全价格）对它进行投资，就可以拥有债券的安全特性。也就是下有保底的特性。而至于可转债为什么同时具有上不封顶的特性，那是因为可转债在上涨时可以突破债券到期价值的限制转而跟随可转债对应股票价格的增长而不断升值，而又由于市场价格上升往往是一个短期内快速运动的过程，这也就造就了很多可转债虽然在底部横盘的时间比较长，但最终也能跟随股价冲击到几百元甚至上千元的高价，为投资者赚取丰厚利润。对 100 元发行面值的可转债来说，几百元的价格已经算得上是天价，因此，关于可转债价格上不封顶的描述应该说是一个并不夸张的描述。

第六节可转债的历史发展回眸

从可转债的发行规模角度来看，我们可以把可转债发展历史分为两个部分。它们分别是 2017 年以前和 2017 年以后。2017 年以前在 2017 年以前，可转债市场一直都是一个非常小众非常专业的一个市场。在这个市场里，可转债的发行量相对比较少，有的时候市场上仅有几十只甚至十几只可转债同时运行。但是这样的规模中并不缺乏一些质地很好标的。例如中国银行、中国平安这样的白马企业都曾经发行过可转债。但是由于可转

债在当时的市场规模比较小，交易量并不活跃。因此可转债并没有受到很多投资者的关注。当时的可转债市场应该说是一个比较小众且并不能对整个市场造成较大影响的一个蓝海领域。2017 年以后，再融资政策发生了重要变化，定增新政、减持新规相继出台。这样的政策的引导，使得定增作为主要的再融资手段，发行门槛受到了严格的控制，很多有着融资需求的企业转而通过申请发行可转债进行融资。可转债迎来了发展的巨大契机。这个时候的可转债市场，申购从资金申购改为了信用申购，申购成本降低了很多，从某个角度来看，甚至可以认为是零门槛。在政策的引导下，可转债市场迅速的发展了起来。属于可转债的时代来临了。2017 年一年中有一百多个上市公司相继向证监会提交了发行可转债申请。可转债市场出现了指数级别的增长。可转债市场迎来了属于自己的春天。也就是在这个时候，可转债市场的打新和可转债市场的投资迎来了更多的投资者。在投资者、上市公司、政策的相互促进下可转债市场从 2017 年以来迅速的扩展，使得更多的投资者认识到了可转债，愿意去投资可转债，原因申购可转债。可转债市场从一个小众的市场走向了一个相对更加大众化的市场，迎来了更多元化的投资者参与市场的投资。2017 年至今 2017 年至今可转债市场就是以这样的形式在逐渐发展中逐步扩大。如今的可转债市场有 400 只标的同时在线交易。有些上市公司甚至在自己的可转债强赎结束以后。很快又发行了第 2 只、第 3 只可转债。可转

债市场为投资者和上市公司都带来了无法比拟的好处。今天投资者们面对的可转债市场可以说是欣欣向荣，正处于青壮年时期。政策的倾向性稳定且持续、可转债市场的参与者结构稳定且良好。可转债发行公司动力依旧强劲。应该说可转债在未来的很长一段时间里，都会是一个供需稳定，结构良好的市场，依然是上市公司融资的主要手段。值得广大投资者长期参与。

第7节可转债市场是更好了还是更坏了？

上面我们为大家列举了很多可转债特性，但熟悉可转债市场的朋友可能知道。可转债市场之所以能够走到今天这样一个规模，有着一段不平凡的发展经历。那么这个发展经历，以及走过这段发展经历的投资者和他们的理论是否依然能够适应这个市场的要求呢？现在的市场到底是更好还是更坏了呢？很多在2017年左右进入可转债市场的投资者都会有一个疑问。2017年以前市场上只有十几只或者几十可转债，但现在已经有了接近400只可转债，这样的市场对投资者来说是更好了还是更坏了？很多投资者拿捏不准。认为十几只或几十只可转债，自己还有能力对这些可转债进行研究。但400只可转债就已经变得不太可能了。对于可转债投资者来讲，这个任务太艰巨了。市场依然充满了魅力，但投资者已经无法应对了。总体看来，我认为上市的可转债多了，市场对于投资者来讲是更加友好了，

可转债市场更加值得投资者进行长期关注了。发行可转债的公司多了，对于投资者来说选择可转债的余地也更大了。发行可转债的公司越多，对于投资者来讲选择就越多。虽然我们面临着更多的选择成本，但这样的选择成本可以利用系统方法解决。而发行可转债的公司多起来能够让投资者应用一些分散的理论进行分散投资，分散投资的风险。这对于投资者来讲绝对是一件利大于弊的好事。买的标的多了，就无暇应对？其实不是。无论是投资者的研究成本上升，还是可转债的发行公司增多，投资者无法深研这个问题，我们都是可以通过“模糊的正确”来解决。深入研究一家公司，对可转债投资来说是必要的，但深入仅仅只针对一个方面。对于可转债来讲研究的重点并不是公司的盈利能力，而是公司的还款能力，只要我们对公司的还款能力有一定认识，认为这家公司大概率可以到期还款的话，这家公司对我们来讲就是相对安全的，它的成长性我们甚至可以不用去考虑，直接通过分散投资的做法追求平均收益。而分散投资的做法恰恰也是保护投资者最简单最有效的方式之一。因此当市场上出现了接近 400 只可转债的时候，我们认为这个市场对于投资者来讲是更加友好了。我们也认为这样的市场，才是真正值得投资者去认真研究，进行投资的一个重要领域。而这也是我们将可转债投资操作方法介绍给投资者的一个重要动力和原因。所以还犹豫是否进入可转债市场的小伙伴可以不用担心了，这个市场正处于蓬勃发展的青壮年时期，现在加

入，正是时候。

第三章：可转债相关概念介绍

为了能够更好的向大家介绍可转债，我将为大家介绍一些本书中会经常用到的概念。以便大家能够更加轻松的读懂本书，并更加深入的了解可转债投资。请大家不要担心，我们为大家介绍的概念的方式会尽可能生动，辅以案例作为补充，我们深知理解概念是一件非常枯燥且无聊的事情，因此我们将尽量避免这样的情况在本书的描述性章节中出现。当然，如果您认为这些概念非常难以理解，也可以跳过本章节，并在需要时回到本章节寻找答案。

第一节 发行募集相关

发行规模

发行规模，即可转债发行金额的多少。以下摘自可转债发行公告

二、本次发行基本情况

- 1、证券类型：可转换公司债券
- 2、发行总额：人民币 24 亿元
- 3、发行数量：240 万手（2,400 万张）
- 4、票面金额：100 元/张
- 5、发行价格：按票面金额平价发行
- 6、可转债基本情况：

如图所示，本次可转债发行总规模为 2400 万张，每张 100 元，

共计 24 亿元。发行规模的大小对某些投资者来说意味着可转债的波动幅度，然而这种观点是错误的。可转债的波动幅度主导因素是其对应正股的股价波动能力，而发行量较小的可转债则在交易量上有明显劣势，资金量较大的投资者在投资时许控制仓位。

募集资金用途转债发行公告中会注明本次募集资金的使用用途，同时多数转债发行方会设置回售附加条款，如果上市公司改变了募集资金用途，那么转债持有人将拥有一次以回售价将转债回售给上市公司从而退出投资的权利。

例：2020 年某公司股东大会审议通过了《关于变更募集资金用途并永久补充流动资金的议案》，同意公司变更 2017 年可转换公司债券募集资金投资项目“出境游业务平台”和“‘出境云’大数据管理分析平台”项目剩余募集资金用途，并将上述募集资金余额合计 70388.79 万元（含利息收入）永久补充流动资金。从而触发可转换债券发行公告中的附加回售条款。转债持有人拥有一次把转债回收给公司的权利。

下为公告截图



股票代码：002707
债券代码：128022

股票简称：众信旅游
债券简称：众信转债

公告编号：2020-019

众信旅游集团股份有限公司 关于“众信转债”回售的第一次提示性公告

本公司及董事会全体成员保证本公告内容真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

特别提示：

回售价格：100.252元/张（含息税）

回售申报期：2020年3月2日至2020年3月6日

发行人资金到账日：2020年3月11日

回售款划拨日：2020年3月12日

投资者回售款到账日：2020年3月13日

但由于该可转债市场交易价格一直保持在回售价格之上，投资者如果选择回售则将亏本退出交易，因此无人申报回售。本次回售结果以有效申购 0 张结束。

众信旅游集团股份有限公司 关于“众信转债”回售结果的公告

本公司及董事会全体成员保证本公告内容真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

特别提示：

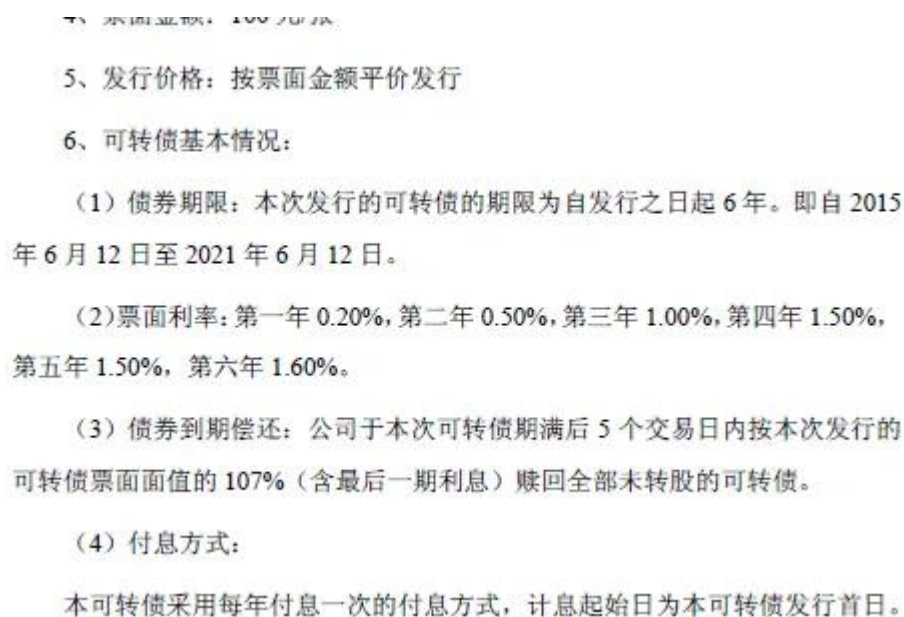
回售价格：100.252元/张（含息税）

回售申报期：2020年3月2日至2020年3月6日

回售有效申报数量：0 张

利率指可转债发行公告约定的每年应支付利息。可转债作为债

券需设定每年支付利息情况，以吸引投资者进行投资，而各个转债的年利率设定有所不同，造成到期收益率、到期年化收益率等指标也有所不同。下图为可转债发行公告中关于利率的规定描述截图：



利息的计算直接与到期价值、年化收益率相关，其计算方式如下：税前收益率计算公式：债券当前价格=第 1 年票面利息/(1+到期收益率)+第 2 年票面利息/(1+到期收益率)²+...+第 n 年票面利息/(1+到期收益率)ⁿ+第 n 年到期还本/(1+到期收益率)ⁿ。税后收益率计算公式：债券当前价格=第 1 年税后利息/(1+到期收益率)+第 2 年税后利息/(1+到期收益率)²+...+第 n 年税后利息/(1+到期收益率)ⁿ+第 n 年税后还本/(1+到期收益率)ⁿ

图：以绿茵转债为例：

$$\frac{0.4}{(1+x)^{0.024}} + \frac{0.6}{(1+x)^{1.024}} + \frac{1}{(1+x)^{2.024}} + \frac{1.5}{(1+x)^{3.024}} + \frac{2.5}{(1+x)^{4.024}} + \frac{113}{(1+x)^{5.024}} = 105.454; x \approx 2.49\%$$

$$\frac{0.32}{(1+x)^{0.024}} + \frac{0.48}{(1+x)^{1.024}} + \frac{0.8}{(1+x)^{2.024}} + \frac{1.2}{(1+x)^{3.024}} + \frac{2}{(1+x)^{4.024}} + \frac{110.4}{(1+x)^{5.024}} = 105.454; x \approx 1.81\%$$

税前到期收益率公式与税后到期收益率公式的计算非常复杂，且投资者在投资过程中往往会结合可转债交易价格计算实时到期收益率，但例如“安道林泉”公众号在内的很多提供可转债投资数据的网站、公众号都支持可转债到期收益率的实时计算，因此，投资者在投资中参考实时计算数据即可，不必自行计算。

下图为安道林泉公众号提供的可转债到期收益率倒查图

可转债全表										
使用说明 查看小技巧 重要提醒										
筛选条件		切换字体								
自选	可转债	年化 6% 价	年化 5% 价	年化 4% 价	年化 3% 价	年化 2% 价	年化 1% 价	年化 -1% 价	年化 -2% 价	年化 -3% 价
+	113011 光大转债	101.14	101.77	102.40	103.04	103.68	104.34	105.67	106.35	107.04
+	128015 久其转债	102.68	103.53	104.40	105.27	106.17	107.08	108.94	109.90	110.87
+	128100 搜特转债	94.83	97.74	100.83	104.13	107.64	111.41	119.78	124.46	129.51
+	128062 亚药转债	101.33	103.73	106.24	108.88	111.65	114.57	120.88	124.31	127.93

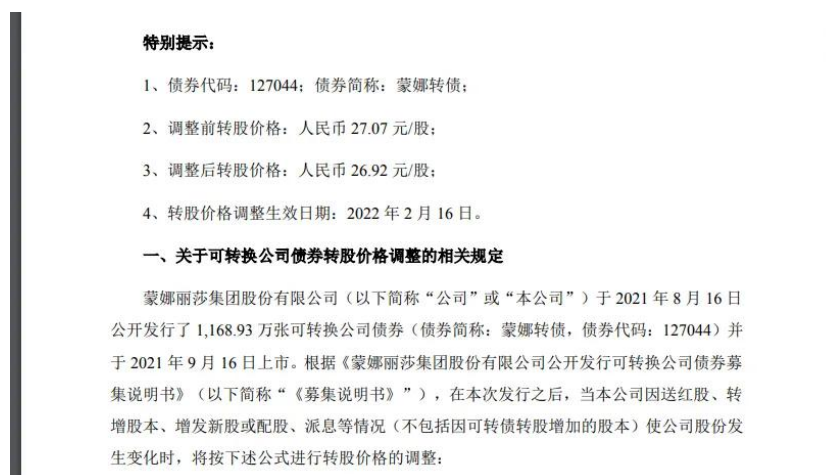
转股价

转股价，是指募集说明书事先约定的可转债转换为每股股份所支付的价格。转股价价格的设定规则如下：转股价价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一个交易日的均价。而某些行业的转股价设定标准则有所不同。转股价格应不低于债券募集说明书公告日前 1 个交易日、前 20 个交易日、前 30 个交易日该公司股票均价中的最高者。

通过上述描述，投资者不难理解，为什么可转债在发行上市前期，股价可能会有小幅上涨。其原因是希望在设定转股价中尽量将转股价设定的高一些。以避免贱卖公司资产。

而转股价也不是一成不变的。在转债发行后，因配股、增发、送股、派息、分立及其他原因引起公司股份变动的，应当同时调整转股价格。我们称为被动下调。

下图为某可转债因分红送股、转增资本等原因下调转股价并发布公告的公告截图



可转债转股价并非只能被下调不能被上调。由于公司回购注销股票则可能导致转股价被动上调。

下图为某公司因回购注销股票导致可转债转股价上调截图：

西安蓝晓科技新材料股份有限公司
关于可转换公司债券转股价格调整的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：

1. 债券代码：123027，债券简称：蓝晓转债
2. 调整前转股价格：29.02 元/股
3. 调整后转股价格：29.03 元/股
4. 转股价格调整生效日期：2022 年 3 月 3 日

一、关于可转换公司债券转股价格调整的相关规定

三、转股价格调整原因及结果

本次回购注销限制性股票111,000股，根据《西安蓝晓科技新材料股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券募集说明书》发行条款以及中国证监会关于可转换公司债券发行的有关规定，“蓝晓转债”的转股价格将作相应调整：

调整前，公司可转换债券转股价格为29.02元/股，调整后转股价格为 $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k) = (29.02 - 12.50 \times 0.05\%) / (1 - 0.05\%) = 29.03$ 元/股（保留小数点后两位，最后一位四舍五入），调整后的转股价格为29.03元/股。

因此，“蓝晓转债”的转股价格调整为29.03元/股，调整后的转股价自2022年3月3日起生效。

特此公告。

西安蓝晓科技新材料股份有限公司董事会
2022 年 3 月 2 日

下图为可转债发行公司主动下调转股价截图

证券代码：002823 证券简称：凯中精密 公告编号：2022-022
债券代码：128042 债券简称：凯中转债

深圳市凯中精密技术股份有限公司

关于向下修正可转换公司债券转股价格的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示：

债券代码：128042 债券简称：凯中转债
修正前转股价格：人民币 12.86 元/股
修正后转股价格：人民币 10.09 元/股
修正后转股价格生效日期：2022 年 3 月 8 日

二、本次向下修正转股价格的审议程序及结果

公司于 2022 年 2 月 16 日、2022 年 3 月 7 日分别召开第四届董事会第七次会议、2022 年第一次临时股东大会审议通过了《关于董事会提议向下修正可转换公司债券转股价格的议案》、《关于提请股东大会授权董事会办理本次向下修正可转换公司债券转股价格相关事宜的议案》，具体内容详见巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn>）。

2022 年第一次临时股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价为人民币 9.99 元/股，2022 年第一次临时股东大会召开日前一个交易日公司股票交易均价为人民币 10.09 元/股，公司最近一期经审计的每股净资产为 5.01 元，股票面值为 1 元，因此本次修正后的“凯中转债”转股价格应不低于 10.09 元/股。

经综合考虑前述公司股票交易均价、股份稀释影响和股票价格等情况，公司于 2022 年 3 月 7 日召开第四届董事会第九次会议审议通过《关于向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，决定将“凯中转债”的转股价格向下修正为人民币 10.09 元/股，本次转股价格调整实施日期为 2022 年 3 月 8 日。

特此公告。

一般来说，可转债发行公司因分红、注销股份等原因导致被动转股价变动幅度较小，对可转债价格重估几乎没有影响，主动下调转股价的幅度都远远大于被动下调的波动幅度，因此，主动下调可转债转股价将会对可转债价格的重新估值产生重大影响，这一部分内容我们将会在后面的可转债两个定价模型中为大家详述。

回售价回售价是指可转债在发行公告回售条款中规定的价格。一旦可转债触发回售条件，则可转债发行公司将发布公告为转债持有人提供回售，回售价格则是可转债发行公司在发行公告中规定的价格。

下图为可转债发行公司回售公告截图

股票代码：000700

股票简称：模塑科技

公告编号：2022-018

债券代码：127004

债券简称：模塑转债

江南模塑科技股份有限公司

关于模塑债券回售的第一次提示性公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

重要提示：

- 1、回售价格：101.410 元人民币/张（含息税）
- 2、回售申报期：2022 年 3 月 15 日至 2022 年 3 月 21 日
- 3、发行人资金到账日：2022 年 3 月 24 日
- 4、回售款划拨日：2022 年 3 月 25 日
- 5、投资者回售款到账日：2022 年 3 月 28 日

如可转债投资者参与回售，则需要在申报期内对回售操作进行申报，逾期将视为放弃权利，可转债发行公司将回收部分可转债并偿还投资者本金及利息。投资者将在回售款到账日收到本金及利息。

到期赎回价

到期赎回价指可转债正常运行结束后，上市公司应支付给投资者的本金及利息总和。下图为可转债正常到期结束后，公司发布公告



上海电气集团股份有限公司

关于“电气转债”到期赎回及摘牌的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

- 可转债到期日和到期赎回债权登记日: 2021 年 2 月 1 日
- 到期赎回金额: 106.60 元人民币/张 (含税)
- 资金发放日: 2021 年 2 月 2 日
- 电气转债 (代码: 113008) 和电气转股 (代码: 191008) 摘牌日: 2021 年 2 月 2 日

长沙岱勒新材料科技股份有限公司

关于“岱勒转债”赎回实施的第一次提示性公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

特别提示:

1、因长沙岱勒新材料科技股份有限公司 (以下简称“公司”或“岱勒新材”) “岱勒转债” 2021 年 3 月 21 日-2022 年 3 月 20 日的利息将于 2022 年 3 月 21 日支付，所以本次赎回期间的当期计息起始日为 2022 年 3 月 21 日，当年票面利率 i 为 1.5%，计息天数为 1 天，“岱勒转债” (债券代码: 123024) 赎回价格 = 债券面值 (100 元/张) + 当期利息 ($IA = B \times i \times t / 365 = 100 \times 1.50\% \times 1 / 365 = 0.004$ 元/张) = 100.004 元/张，扣税后的赎回价格以中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司 (以下简称“结算公司”) 核准的价格为准。

2、赎回登记日: 2022 年 3 月 21 日

3、停止交易和转股日: 2022 年 3 月 22 日

4、赎回日: 2022 年 3 月 22 日

5、发行人资金到账日 (到达结算公司账户): 2022 年 3 月 25 日

需要注意的是，虽然可转债强赎结束运行的比例非常高，但近些年来也有不少可转债以正常结束的方式退出市场。可转债如正常赎回，则无需投资者进行任何操作，资金到账日投资者会收到公司返还投资本金及利息。

下修转股价条款

下调转股价为一项公司权利，公司可根据自身意愿向下修正转股价格，从而达到重新定义可转债价值的目的。

下图为某可转债发行公告中对转股价格向下修正的描述，也就是通常我们所说的，下调转股价

15、转股价格向下修正条款

（1）修正权限与修正幅度

在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续20个交易日中有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本公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日本公司股票交易均价和前1个交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

若在前述20个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（2）修正程序

如公司决定向下修正转股价格时，公司须在中国证监会指定的信息披露报刊及上海证券交易所网站上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。

若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

需要注意的是，下调转股价的设定中部分内容各可转债存在差异。例如，低于当期转股价格的90%，有些可转债发行公告则规定为70%，因此请投资者密切注意可转债发行条款中关于下调转股价的条款描述。

强赎条款

强制赎回条款是可转债最为重要的一个条款，也是可转债投资

者投资者可转债和可转债投资收益率较高的根本所在。而强赎条款实际上是有条件赎回条款中的一个组成部分。有条件赎回条款的规定请见下图：

(2) 有条件赎回

转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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：

A、在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；

B、当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

有条件赎回条款分为两个部分，第 1 部分就是投资者比较关心的，在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中的至少 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130）。而第 2 个部分则是，当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

首先我们来看第一部分，这里请大家注意强赎条款的前置条件，

1、一定是在可转债的转股期内。2、发行公司的股票收盘价不低于当期转股价格的 130%，3、连续 30 个交易日中的 20 个交易日。所以在这个条款中，首先我们一定要确定可转债处于转股期内，这是非常关键的，如果可转债不处于转股期内，则本条条款无效。可转债发行公司的收盘价不能低于当期转股价格

的 130%（含 130%）。很多可转债资讯网站都提供可转债的强赎触发价计算结果。其实这个计算公式就是转股价乘以 1.3 得到的。另外投资者需要注意，并不是每一个交易日的收盘价都需要达到强赎触发价，而是在 30 个交易日中的 20 个交易日收盘价不低于当期转股价的 130%，就可以触发。因此如何计算日期，也是非常考验投资者的一个重要的知识点。有了这三个条件共同作用，我们才能够确认这个可转债已经触发了强赎条件。那这里要提醒各位投资者，并不是每一个可转债都设定 130% 的强赎触发价格线。有些可转债设定了 120% 或 125% 的强赎触发价格线，因此请投资者一定要详细阅读可转债发行公告，确认可转债的强赎价格百分比。

有条件赎回的第 2 部分就是可转债未转股余额不足 3,000 万时，公司将进行有条件的赎回。因此可转债投资也需要密切关注可转债的未转股变动情况，这些未转股余额的变动情况是随着可转债不断转化为股票而不断变化的。而这个余额的变化情况，我们可以在上交所和深交所的网站上进行查询。

上交所可转债转股统计（数据往往次日中午公布）

<http://www.sse.com.cn/market/bonddata/convertible/>

上交所可交换债换股统计

<http://www.sse.com.cn/market/bonddata/exchangeable/>

深交所可转债转股统计表

<http://www.szse.cn/market/bond/index.html>

这里可以告诉投资者一个小技巧，可转债剩余额度不足的前兆是交易流动性不足，因此，投资者如果关注到可转债的交易量逐步缩小，即可关注可转债剩余规模信息，以免造成损失，而如果可转债交易活跃，则大多数情况下无需对可转债剩余规模过分担心。

转股起始日

转股起始日是指转债发行后约定的可以转换为股票的起始日。一般为转债发行完成半年后的第一个交易，如遇法定节假日，则顺延至下一交易日。以下为可转债发行公告中可转债转股期相关规定截图：

付息债权登记日：每年付息日的前一交易日为付息债权登记日，公司将在每年付息日之后的5个交易日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的可转债，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。

（5）初始转股价格：86.61元/股，即本可转债募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价二者之间的较高者。

（6）转股起止时期：本可转债转股期自发行结束之日起六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

（7）信用评级：AAA

（8）资信评估机构：联合信用评级有限公司

（9）担保人：航天科工集团承诺对本公司本次发行可转换公司债券的到期兑付提供全额、不可撤销的连带责任保证担保

可转债转股起始日后，可转债即可进行转股操作，而在可转债转股日之前，可转债即使满足转股条件，也无法通过转股操作转换为股票。

回售条款

可转债回售条款是用于保护投资者的一种非常有效的保护措施。但绝大部分投资者对可转债回收条款的理解是相对比较片面的。可转债的回售条款分为两个部分，截图如下：

17、回售条款

(1) 有条件回售

公司股票在最后两个计息年度任何连续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当期应计利息的价格回售给发行人。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续30个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告

的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

(2) 附加回售

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。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当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

在可转债的回售条款中，第一部分是有条件回售。具体的描述为，在公司股票最后两个计息年度连续 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照债券面值加上当期应计利息回售给发行人。在这个条款中，只要可转债的当期股价在最后两年的时间里连续 30 个交易日低于转股价格的 70%，就触发了回收条款。仔细分析条款其中有 3 个条件第一，可转债要在最后 2 个年度内，不在时间段内的，此条款无效。第二，可转债发行公司的股价要低于当期转股价的 70%，这里能算出一下回售触发价，价格就是当期转股价 $\times 0.7$ 。第三，可转债发行公司的股价低于当期转股价的 70%，要连续 30 个交易日每天都发生才能算是触发了条件，不连续或者时间不够的，也不能算作有效出发。且

所有可转债的回售条款的这几个条件并不是完全一致的，投资者在投资可转债时需要对这些条款进行逐一的确认。例如，可转债的回售期是否一定是最后两个计息年度存在不确定性，而某些可转债的回售触发百分比也并不固定为 70%。在上述实例中 70%是回售触发比，而少数公司也曾使用过其他数值作为回售触发比例。因此这里需要投资者充分了解自己所投资的可转债回售条款及相关设定。而如果发生了分红、送股、转赠股本等情况，该条款中也对回售价格的计算进行了详细说明。需要注意的是，回售条款一旦触发，公司将发布公告公布回售操作的具体时间表。根据可转债发行公告，首次满足回售条件后，可转债投资者可以行使一次回购权利。行使权力过期后，同一计息年度可转债发行公司将不再提供回售服务。也就是说，一个计息年度。可转债只能因为同一事项提供一次回售服务，请投资一定要珍惜行使权利的机会，做出自己的最优选择。而可转债的回售条款并不只有以上我们提到的一种情况，可转债回售条款中还规定了附加回售条款。附加回售条款的规定如下图所示。

(2) 附加回售

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。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当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额；

i：指可转债当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施运行情况与公司在募集说明书中的承诺情况出现了重大变化。则投资者享有一次回售的权利。但如果可转债投资者并未行使回售权。则根据可转债发行公告，可转债发行公司将不再提供此类事由的回售服务。因此，请大家全面了解可转债的回售条款。回收条款是一项面向可转债投资者的保护性条款，也是投资者享有的主要权利之一。因此，请可转债投资者在投资可转债时应充分了解可转债回售条款的设定条件和具体参数设置，以免造成投资失误。

到期日

可转债到期日是指可转债发行期限的截止日。由于可转债是一种债券，因此，可转债并不能像股票一样永远在市场上进行交易。可转债在发行之初即规定了自己的发行期限，而发行期限

的截止日则是可转债的到期日。

当可转债运行到截止日，可转债将以债券的身份结束自己的运行并启动退市程序。投资者此时持有可转债将会以到期赎回价进行赎回，而可转债的发行公告中也规定了可转债的到期偿还价格和时间。以下为可转债发行期限及到期偿还规定截图：

6、可转债基本情况：

（1）债券期限：本次发行的可转债的期限为自发行之日起 6 年。即自 2015 年 6 月 12 日至 2021 年 6 月 12 日。

（2）票面利率：第一年 0.20%，第二年 0.50%，第三年 1.00%，第四年 1.50%，第五年 1.50%，第六年 1.60%。

（3）债券到期偿还：公司于本次可转债期满后 5 个交易日内按本次发行的可转债票面面值的 107%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。

需要注意的是，绝大多数可转债的发行期限为 6 年，而小部分可转债发行公司则选择了 5 年的发行期。因此，可转债投资者需要了解自己所投资的可转债到期日及存续期限，以免造成投资失误。

可转债的存续期限以及年利率与可转债的到期价值计算息息相关，而到期价值则是可转债作为债券结束时投资者能够获得的最大收益。

第二节：转债价值评估相关

转股价值 转股价值在前面的章节中我们已经向大家做了介绍，它是溢价率的一个中间概念，它描述的是现在将可转债转换成股票的价格。通过这个价格，投资者可以非常清晰的知道，现在可转债转股是否能够盈利。它的计算公式如下：转股价值 = 100 元（面值） / 转股价格 × 正股当前价格

当正股股价高于转股价时，可转债的转股价值高于 100，正股股价低于转股价时，可转债的转股价值低于 100。正股价格的变化直接影响着可转债的价格和转股价值的变动，因此，毫无疑问的，转股价值是衡量可转债能否获得超额收益的直观指标之一。

收益率 收益率分为税前收益率和税后收益率，税前收益率与税后收益率都是债券指标，它所表示的是可转债作为一个债券持有到期后的收益率情况其中，税前收益率的计算相对比较简单，算法是贴现算法，公式如下：

债券当前价格 = 第 1 年票面利息 / (1 + 到期收益率) + 第 2 年票面利息 / (1 + 到期收益率)² + ... + 第 n 年票面利息 / (1 + 到期收益率)ⁿ + 第 n 年到期还本 / (1 + 到期收益率)ⁿ

税后收益率

税后收益率与税前收益率的不同在于，税后收益率计算了扣税

部分金额。是缴纳税款后可转债的到期收益率。可转债投资者在持有可转债期间如遇可转债发息，需缴纳利息收入所得税，税额为可转债利息额的 20%。

税后收益率的计算公式：

债券当前价格=第 1 年税后利息 / (1+到期收益率)+第 2 年税后利息 / (1+到期收益率)²+...+第 n 年税后利息 / (1+到期收益率)ⁿ+第 n 年税后还本 / (1+到期收益率)ⁿ

税前、税后收益率的公式带入计算是一项比较难完成的任务，但目前包括安道林泉公众号在内的很多可转债数据服务提供商都提供即时计算服务，可以将目前可转债价格实时计算为到期年化收益率。而收益率则在一定程度上表现了可转债作为债券的投资价值。投资者可在充分了解公司偿还债券能力的前提下进行投资。下图为安道林泉公众号提供的可转债到期收益率截图

可转债全表									
使用说明 查看小技巧 重要提醒									
筛选条件		切换字体							
自选	可转债	期 回价	历年利息%	剩余 年限	到期 价值	到期 年化	到期 收益率	担保 情况	评级 折算率
久其转债									
+	123004 铁汉转债	00	0.3/0.5/1.0/1.3/1.5/1.8	1.4	107.20	-0.20%	-0.28%		AA
+	128100 搜特转债	00	0.4/0.6/1.0/1.5/1.8/2.0	3.6	115.44	4.60%	16.63%		B
+	128026 众兴转债	00	0.4/0.6/1.0/1.5/1.8/2.0	1.4	107.44	-0.74%	-1.02%		AA-
+	128062	00	0.3/0.6/1.0/1.5/1.8/2.0	2.7	117.64	5.65%	15.12%		B-

溢价率溢价率的表现意义为“现在将可转债转换成股票比股票贵多少”，溢价率的计算公式为：溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值*100%根据可转债定价模型的第二个模型，可

转债价格与转股价值之间的差即为溢价率。实际上，由于可转债从根本上来说是一种衍生品，其与股价之间的转换关系差距均可以用溢价率来表示。而溢价率则囊括了可转债价格与其价值偏差的所有因素。投资者在投资过程中对溢价率做总体评价就好，其中的原因大可不必深究。

转股起始日 转股起始日是指可转债发行公告中约定的可以转股日期，当可转债运行进入转股起始日后直至可转债运行结束，在此段时间内可转债投资者均可以进行转股操作。转股起始日一般为转债发行完成半年后的第一个交易日（如遇法定节假日，则顺延至下一交易日）。下图为可转债发行公告中对可转债转股起始日的约定。

易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价二者之间的较高者。

（6）转股起止时期：本可转债转股期自发行结束之日起六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

（7）信用评级：AAA

转债市值流通占比 转债市值流通占比是一个评价指标，用于评价可转债与发行公司流通市值之间的比重关系。转债市值流通占比越高，投资者认为公司转股动力越强。但转债市值流通占比与可转债发行公司动力在逻辑上没有直接关系，此指标的实际意义大多仅为投资者对公司转股动力的一种猜测。

剩余年限

指可转债从当前距离到期日的年限。它的主要意义是用来计算到期收益率使用。可转债的到期收益率一定要配合剩余年限进行计算，剩余年限越少，则获得的利息就越少。投资者认为越接近到期的可转债转股动力就越强。而实际上这种理解非常片面。可转债是否能够强赎需要与市场环境、公司自身情况相互配合才能完成。剩余年限较少的可转债，交易价格将越趋近于到期赎回价格，留给可转债发行方的时间越少，可转债将越有可能正常到期结束。

剩余规模

剩余规模指可转债现存规模，也就是发行总量除去已经转股部分之后的剩余规模。在可转债的有条件赎回中通常都规定了当可转债的剩余规模小于 3000 万元时，可转债将执行赎回操作，因此，当可转债的交易量变小，已转股部分增多后，投资者应密切注意剩余规模数据变化，以免执行有条件赎回后蒙受损失。

上 交 所 可 转 债 转 股 统 计 网 址：

<http://www.sse.com.cn/market/bonddata/convertible/>

深 交 所 可 转 债 转 股 统 计 网 址：

<http://www.szse.cn/market/product/bond/CB/index.html>

主体评级与债券评级

公开发行可转换公司债券，应当委托具有资格的资信评级机构进行信用评级和跟踪评级。资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告。一般来说，债券评级和主体评级一致。但个别情

况下，也会有所不同。一般来说，债券评级小于或等于主体评价可转债评级共分 5 类，等级排名如下：AAA, AA+, AA, AA-, A+ 等级排名越高，则意味着该可转债越安全。

担保

可转债作为债券，发行方在发行时为了保证到期能够正常偿还可以为债券提供担保，担保的方式为以下 3 种，责任人担保、质押单位、抵押担保。通常有质押的可转债安全性要高于同等条件下未提供担保的可转债。

安全价格

安全价格是本书中应用较多的概念之一，然而安全价格的概念并不是一个通用概念。他是我们为了方便本书的讲解而独创的一个概念。安全概念的理解并不复杂，它由两部分组成，第 1 部分是可转债的到期价值，第 2 部分是可转债在剩余运行期间内的利息收益

安全价格=可转债到期价值+剩余运行期间内的利息收益

简单来说可转债在其运行期的剩余期间内所能支付的所有利息加上可转债的到期回售价格就是可转债的安全价格。设立可转债的安全价格对于可转债投资者来说至关重要，他从债券的角度为投资者规定了一个可转债的最高投资上限，如果可转债投资者在安全价格以上进行投资，那么就意味着可转债投资者将为可转债强赎支付相应的溢价。

第三节：买卖规则相关

买卖：

可转债的买卖共有 4 种方式，第一种是上市前，在一级市场的打新申购和配售。第二种是上市后二级市场直接买卖。具体买卖操作在证券交易软件中填写需要买卖的可转债代码，“123083”进行买入。而后输入买卖价格，再填写买卖数量即可。第三种为可转债卖出，可转债在交易期间可使用证券交易软件进行卖出。第三种为转股卖出，可转债在转股期内，可使用转股功能，将可转债转化成为发行公司股票，在第二个交易日开盘后，投资者将可以使用证券软件将股票实施卖出操作。二级市场中买入可转债的最小申报单位为“一手”，“一手”为 10 张。交易的申报数量应当为“一手”或“一手”的整数倍。可转债遵循的是 T+0 交易条款，投资者可在一个交易日内完成买入和卖出的整个投资流程。

转股代码

前期可转债实行单独转股代码条款，投资者需转股时要查询转股代码，并在股票交易软件的特定界面提交申请才能执行。后期，可转债交易取消了转股代码的设定，可转债代码即为转股代码，投资者可以在交易软件的特定界面输入可转债代码即转股代码进行转股操作。

折算率折算率的设定是为了可转债质押后换算成标准券而使

用，后期由于取消了个人投资者的质押资格，可转债个人投资者不能通过质押折换标准券的方式上杠杆，折算率的设定对个人投资者来说已经失去了实际应用意义。

质押代码

质押代码的设定是为了可转债质押而使用，因个人投资者的质押资格已经被取消，对于个人投资者来讲，可转债质押代码已经失去了实际应用意义。

可转债交易规则

可转债市场又分为沪市和深市这两个市场，这两个市场在可转债交易设定上有着自己的特点，也有共同规定。就两个市场发展趋势来看，将会在未来逐步形成统一的规则设定，而这样的设定，也更加利于可转债投资者对可转债进行投资。那么下面我们详细了解一下两市的可转债交易规定。首先是这个代码方面，沪市的可转债的代码以 110、113 开头的，深圳可转债的代码则是以 127、128 和 123 开头的，最小的报价单位统一为 0.001 元，最小的交易单位就是 10 张，如果按照面值来计算的话，就是 1000 元。可转债上市首日的规则，上市首日的 9:15 至 9:25 之间，可正常挂单，挂单价格不得低于 70 元或高于 130 元，如超出范围将会被列为废单，下单无效。9.30 开盘后，挂单的范围不能大于或者小于即时价格的 10%，如果超出范围，则被列为废单，下单无效。的话，那么就是会

列为废单。可转债上市第一天的涨幅也有相关限制，总涨幅不能超过 57.3%，跌幅不能够超过 43.3%。这里我们可以给大家举一个简单的例子，100 元上市的可转债涨幅当日的最高价不会超过 157.3 元，最低价也不会低于 56.7 元。如果涨跌幅度达到 20%的，需要临时停牌 30 分钟。如果涨跌超过 30%的，停盘到下午的 2:57 才能继续进行交易。2:57 尾盘，第一次进行集合竞价涨跌幅不能超过 10%。2:57 至 3:00 进行第二次的集合竞价。涨跌幅在 2:57 的基础上不能超过 10%。新债上市首日规则与以上交易规则基本相同。下面向大家介绍一下可转债的下单规则。9:15 至 9:20，可挂单可撤单。9:20 至 9:25，撤单就不再被允许了，9:25 至 9:30 分会确定最终开盘价格，这个时间段挂单和撤单都是可以的，9:30 至 2:57 除特殊情况外，挂单和扯淡都是可以的。2:57 至 3:00 则进入集合竞价的阶段如果该可转债不是上市第一天，则全天涨跌幅最高不能超过 20%。超出的价格的报价会被列为废单，停盘规则就是当天不停盘，交易异常的可以随时停盘，也就是说在涨跌停的时候都可以进行交易。

第四章：可转债的两个价值锚点

这一章节的内容是本书的四大重要内容之一，我将尽量使用通俗易懂的语言和大家聊聊可转债的价值锚点。可转债的价值锚点是一种计算方式，正如我们在第一章中向大家介绍的股票估值一样。可转债价值锚点的作用正在于此，它能够清晰的让投资者计算出投资可转债的收益和损失情况，因此可转债的价值锚点其实也正是可转债的估值体系。对可转债的估值直接关系到投资者对可转债价值的认可，从而直接影响可转债的投资决策，应该说，可转债的价值锚点，是可转债投资框架的基础，是我们看待可转债的世界观和评价角度。希望通过本周的介绍让大家深入认识到可转债的构成与内在逻辑。

第一节：拆解可转债小神兽，聊聊可转债的债券锚点

可转债是一个混合型投资产品，在可转债的发行条款中，有一些条款规定了可转债可以在某些特定的条件下转换成股票。然而，在可转债运行的绝大部分时间里，可转债都作为一个债券在这个市场上运行，这其实对于投资者来讲是非常友好的。从这个角度来看，可转债也确实是一种相对安全的投资。然而可转债想要大幅盈利，就必须期待可转债对应的股票有大幅上涨，才能使投资者行实现盈利兑现。我们将这种权利叫做期权。所

以，可转债可以拆分为两个组成部分，分别是债券和期权。注释：期权是指可以在特定时间以特定价格买入或兑换商品的权利。可转债与纯债的不同：前面的内容中我为大家介绍了一些简单的债券知识，例如国家发行的国债，是以国家信誉为保证而发行的一种债券。作为债券，最大的风险是发行方能否按期归还本金和利息，国家的信誉有所保证，因此国家的还债能力通常被认为最为稳定可靠的，而公司发行的债券安全性就会稍微差一些，对于债券投资者来说投资者公司债，最大的风险是债券发行方能否在到期时归还投资者本金并支付利息。公司发行的债券利息相比国债肯定要高一些，以吸引更多的投资者进行投资。债券的价格波动在绝大部分时间里都围绕着公司是否能够还钱、公司的还款能力以及债券市场的总体走势而进行波动，所以总的来说，债券的交易价格上限都不会超过到期价值。上面的章节中，我们已经对到期价值概念进行了表述，在此不再详述。普通债券（纯债）的价格不会超过到期价值，但是可转债有别于普通债券，因此可转债的价格可能会超过到期价值。为什么会这样呢？究其原因，超过到期价值的可转债，绝大部分超出价格是由它的期权部分而决定的。那么期权部分的价格到底应该如何确定呢？我想这是一个非常难以回答的问题，期权的真实价格在很多人看来是很难定义的。因为期权有着自身的不确定性。期权不仅仅表示着当下时点可转债对应股票冲破强赎价格的可能性，还有一部分价格用来表示未来价格提升空

间的可能性。也正是因为期权中存在着对未来价格的判断因素，投资者对期权是否最终产生利用价值存在着很大的争议。结合可转债的特殊属性，我们可以将期权定义为：投资者可以在特定的时间和用特定的价格将可转债转换成股票的权利。在可转债投资中特定的时间是可转债的转股期，转股期内，可转债都可以转换为发行公司的股票，不在转股期则不可以将可转债转换为发行公司的股票。而特定的价格就是发行公告中规定的转股价。当某个股票的价格超过转股价后，对应的可转债价格得以上升，可转债投资者操作可转债转股或直接卖出可转债都可以获取利润，这个时候可转债的期权部分就有了其真实的价值。而投资者们耳熟能详的强赎则是对期权行使权力等一系列操作的结果之一。例如某个可转债的转股价为 12.7 元，发行公告中规定了强赎价比例为 130%，如下图所示。

在本行可转债发行说明书中，关于赎回条款的描述如下所示，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换公司债券：

(1) 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含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。

当期应计利息的计算公式为：

$$IA = B \times i \times t / 365$$

那么就可以得到，在转股期内当股价在 30 个交易日中至少有 15 个交易日收盘价格不低于 $12.7 \times 130\% = 16.51$ 元时，可转债将触发强赎条款。可转债投资者将有可能大量操作可转债进行转股或直接卖出可转债。可转债发行公司则有权利发布强赎公告，结束可转债的运行。但又因为所有的投资行为都是利用预测未

来而产生盈利。也就是说，可转债投资者也需要在价格较低时买入，尽量在股价达到转股价 130%以上卖出可转债获利，因此，投资者对期权的价格完全无法达成共识，甚至分歧非常巨大。所以可转债的价格波动，归根结底，波动的主要因素，在于可转债的期权部分价值认知差异。小知识：在这里有必要对期权、强赎的定义区别做一个详细说明。很多人都认为期权的兑现就是强赎。其实这个表述不完全正确。期权表述的是一种权利，只要在转股期内，投资者都可以行使这种权利，至于投资者行使这种权力后是否能够盈利则需要视正股股价与转股价的比值而定。股价高于转股价，则可转债投资者可以通过转股或直接卖出可转债获利，但无论转股还是直接卖出可转债其实质则都是因为可转债转股后能够获利而决定的。在可转债转换成股票后，投资者得到的股票成本是转股价，而此时可转债发行公司股价已超过转股价，相当于投资者低成本买入了股票，因此此时在市场上卖出股票，获利是非常容易的，这个时候，期权有其自己的价值，如果可转债发行公司股价低于转股价，此时转股获得的股票成本反而高于股票的市场价，相当于投资者高价买入了本可以在市场中低价获得的股票，所以此时卖出股票则会亏损。行使期权规定的权利也就没有任何价值。而强赎，则是可转债发行公司结束可转债运行的一种方式。因此，期权的盈利与强赎并无直接关联。不发布强赎公告时，只要可转债处于转股期，可转债发行公司的股价高于转股价，投资者购买

可转债成本较低将其转换为股票时，均有获利空间。但强赎公告发布后，1 是可转债存续期变短，影响了可转债期权价值中时间价值计算，2 是可转债投资者已经有较高获利空间，获利了结可能性不断增大。可转债投资者存在着迫切转股变现的可能，此时投资者会集中的选择获利了结。但逻辑上，期权与强赎定义、描述内容均不相同。价格的事情很难说得清，它集合了市场、外因和投资参与者情绪等几重因素的共同作用而产生，每一分每一秒都在发生着变化。那么我们到底投资可转债怎样才能赚钱呢？根据我的投资理念和投资哲学来看，即便是市场中最优秀的投资者也很难去定义可转债具体值多少钱，正如在股票市场中，我们很难对股票进行估值一样。即使一个投资者能够正确的定义可转债的价格，随着可转债价格的波动，可转债的价格终将会不可避免地加入行情溢价，注释：这里可以简单理解为是一种加价价格因此再一次变得扑朔迷离。溢价并不是凭空而来的，如果一个债券买它的人很多，它的价格就会上涨，价格和原来价值之间的差额就是溢价。这些溢价投资者几乎不可能对其进行准确的判断，因为你认为正确的溢价不一定其它投资者也认可。而往往那些看似正确的预测，也多半是运气使然，因为即便是一块停止摇摆的时钟，一天也能正确的报时 2 次。长期稳定盈利的寻宝图那么我们作为投资者无法对价格进行预测时，还有什么办法能够盈利呢？非常幸运的是，聪明的投资者们找到了一些特例，在这些特殊的情况下，可转债

投资将变得异常简单。为了方便介绍，这里我们为大家再次介绍一下公式：可转债价格=可转债债券价格+可转债期权价格如果我们不了解可转债的期权价格，我们可以从可转债的交易价格，也就是可转债的价格倒推回去，即：可转债期权价格=可转债价格-可转债债券价格一般情况下，期权都有着自己的价值，但在一些特殊的案例中，期权的价值将会出现明显的定价错误。请注意这并不是不可能，免费的彩票即将出现，请大家看公式。100元票面价格的债券，到期赎回价为110元，发行5年利息及赎回总和为120元计算，如果将未来5年的利息全部计算进入可转债价格，那么得到公式带入上述公式后会得到一个新的公式：可转债价格=120+期权价格而当可转债价格等于120元时，可转债价格公式变为 $120=120+\text{期权价格}$ 此时很容易推算出，期权价格为0元而如果可转债价格低于120则很容易就可推算出，期权的价格为负值。例如：当可转债价格为100元时 $100=120+\text{期权价格}$ 则很容易推算出期权价格为负20元从这个公式中我们不难看出，如果投资者利用上述公式购买了可转债，则期权将以免费的形式赠送给投资者。投资者从而拥有了一种权利，当可转债对应的正股价格高于转股价，使得转股变得有利可图时，投资者便可以行使自己手中的权利获取丰厚的利润，而当可转债对应的正股价格没有高于转股价时，投资者也并未失去什么，因为投资者并未为期权付出任何多余的成本。很多人可能会说，公式也许没问题，但这样的价格会

出现么。是的，这样的价格会出现而且会经常出现。据统计在已退市的 295 只可转债中价格曾到达或低于可转债票面价值即 100 元时，共计 125 只，占已退市转债的 42% ，而在 2022 年 4 月的大跌中，可转债市场中有 50% 的可转债低于自己的到期价值。以上两个数据证实了上述公式存在的实际操作意义。现在，我们终于突破了可转债定价中的一道难题，甚至可以说是投资中的一道重量级的难题，我们解决了可转债定价模型中期权价格是否合理的问题。当期权价格为负时，我们再也不用去考虑期权的价格是否真的便宜。从而使我们可以非常从容的投资可转债，因为在这样的一个时刻，可转债可以被当做一个债券进行交易，投资者所面临的风险非常低，且免费的拥有了一张通往幸福世界门票（期权）。实际上，可转债的期权部分经常能够为我们带来一些收益甚至是暴利。据统计几乎 93% 以上的可转债都以强赎结束了自己的运行，结合上面的数据，可以得到，跌破面值的 42% 可转债中，绝大多数可转债的股价要高于转股价 30% 至少 15 个交易日，然而实际上这个数据还是太保守了，大家要知道，当可转债作为债券进行投资时，到期收益为正也就是即便该可转债作为债券结束投资者都不会亏钱的价格并不是面值 100 元，而是该可转债的到期价值+未来应计利息，就目前的可转债总体设定来看，该价格大多应该在 110-115 元之间，要远远高于票面 100 元的价格，因此我们有理由期待，在可转债的运行过程中，期权价值为 0 甚至为负值

的情况大概率还是会出现的。所以这是一条很有趣却又价值连城的经验，那些让你富有的投资产品，曾经也廉价到无人问津。很震撼，但请不比感到奇怪，投资者需要市场的波动才能获利，而只有当价格足够便宜的时候，聪明的投资者才会将其揽入怀中。然而您是不是以为，这就是可转债的魅力所在？片面了我的朋友，这只是可转债所有魅力中的一部分，免费的彩票还有1个非常非常巨大的优势，可转债发行公司实际上非常希望推动可转债进行强赎转股。可转债的动力可转债发行公司在某些时刻的利益与投资者的利益是一致的。可转债在某个价格以下，发行公司会非常有动力想让这张彩票能够兑现，这是可转债投资的一大有事。之前的章节中，我已经和大家分享了部分内容，公司在可转债发行的公告中预埋的一些条件，这些条件能够使可转债在某些情况下变成公司的股票，推论一下，即，可转债公司的借债能够变成自己的股票，这个操作不仅可以使可转债发行公司消化掉自己的债务，还可以使公司达到增发自己股票的目的，应该说这是一个一举两得的好事，所以可转债发行公司对于推动可转债转股，或者说推动这张免费彩票的中奖是非常非常有动力的。然而推动彩票中奖的方式就是拉高股价，从而使得投资者获利。在这个时候，可转债投资者和发行公司终于剑指一方，达成了默契和共识。那么事实是这样吗，答案是肯定的，上面的内容中我们已经和大家分享了可转债中强赎结束的比例。而在已退市可转债中，价格曾到达130元以上的转

债共计 290 只，占 295 只已退市转债的 98.3%。是的，可转债投资比股票有趣多了，也许你觉得自己不是股市中的大鳄，不可能一掷千金把股价推高，不过没关系，上了可转债这条船，自会有人带你扬帆起航。可转债的债券锚点我们就为大家讲到这里，然而可转债投资中的某些情况，并不能用这个价值模型为大家解释。为了能让大家更好的理解可转债和它的运行规律，我们还需要为大家介绍第二个价值模型，我在下一章节等您，我们不见不散。

第二节：转股价—可转债与股价之间联系的纽带

这一部分我和大家分享一下可转债价值锚点中的第二个锚点，转股价。转股价是可转债投资中一个非常重要的概念。很多投资者愿意去投资可转债，都是因为可转债有着与债券无法比拟的收益率优势。而可转债之所以有这样的优势本质上就是因为转股价可以作为可转债与股票之间的一个联系的方式，将两个投资品的价格进行关联。所以我们如何来理解转股价，如何理解转股价和股票之间的关系就变得非常的重要。转股价的意义那么转股价的具体意义是什么呢，在我看来，转股价的出现为可转债提供了另外一种估值方式。以转股价为核心，用转股价来衡量可转债的价值，就会出现以下几种情况，即转股价值小于 100、转股价值等于 100、转股价值大于 100。为了方便为

大家介绍转股价与股价之间的关系，我们还可以将以上 3 种情况细分为 6 种情况，即转股价值大幅低于 100、转股价值小幅低于 100、转股价值等于 100、转股价值小幅高于 100、转股价值大幅高于 100 和发布强赎公告之后。以下我们来分析一下这 6 种情况。1、当转股价值大幅低于 100 时，此时投资者将可转债转化为股票将会迎来亏损。因此此时的可转债使用转股价作为其估值的方式，其实际意义并不大。因为在投资者眼中，此时的可转债距离真正能够转股盈利还有很长的一段距离。此时很多投资者都会认为该可转债转股遥遥无期，从价格上来看，甚至绝大多数投资者都会直接将该可转债定义为未来的存续期间内该可转债转股盈利的可能性为 0，因此，此时的可转债价格与其真实的价值可能存在着比较大的偏差，这种现象其实是由于投资者对可转债未来的预期产生负溢价现象导致的。2、当转股价值小幅低于 100 时，此时可转债的转股可能性相对较高，因此，可转债投资者也相对比较活跃。可转债投资者们愿意为将来该可转债能够转股盈利的可能性付出一定的溢价。因此这个时候虽然该可转债根据转股价进行估值，依然没有任何意义，但某些投资者愿意为该可转债付出一定溢价，因此可转债的价格相对于价值可能要高一些。3、当可转债的转股价值等于 100 时，此时该可转债进行转股操作投资者不赔不赚，正好处于平衡的状态。根据以上我们讲到的转股价值小幅低于 100 时的情况。也会部分投资者认为该可转债未来存在着比较

大的盈利空间，因此此时的可转债价格相对于其价值而言会有一定的溢价存在。4、当可转债转股价值小幅高于 100 时，此时对可转债进行转股操作，投资者会赚取利润，而由于投资者普遍此时都会认为该可转债的未来依旧可期，因此此时的可转债价格依旧会伴随有部分的溢价存在。5、当可转债转股价值大幅高于 100 时，此时可转债进行转股，投资者会赚取相对丰厚的利润，但也就是在此时，短期内的快速上涨造成了众多跟风者的参与，投资者普遍对该转债的价格报以期待，加之如果可转债发行公司在此时又发布了不强赎公告，该可转债就有可能存在比较大的溢价成分，进一步推高其价格。6、当可转债发行公司发布强赎公告后，由于可转债运行时间的改变和投资者对该可转债未来期望的改变，此时的可转债溢价将会大幅缩水，甚至形成折价，因此此时的可转债转股价值与其真实的价值相比上述几种情况，差距相比较小。讲到这里，可能很多读者都会有疑问，上述几种情况中，很多情况都伴随着溢价的存在，这种情况是普遍发生的吗？投资者对未来转债价格的美好幻想近乎到了失去理智的程度，事实是这样的吗？我的回答是是的。从理论上来追溯，法国著名心理学家古斯塔夫勒庞 1895 年就在其著作《乌合之众》中阐述了群体行为的特点，其中的情绪夸张、偏执等特点在投资市场中表现得淋漓尽致。而具体到可转债投资中，投资者由于参与时间不同导致成本不同，投资者经历经验不同导致操作方式不同等等原因，也会造成一定

追涨杀跌的情况出现。而根据物理学关于力的作用原理，当加速度逐渐变小时，速度增速变得缓慢但速度本身依然在增加中，因此无论从哪个方面解释，投资者都会将价格从一个极端推向另一个极端，这也就造成了我们在上文中向大家描述的，当转股价值距离 100 较远时形成负溢价，当转股价值距离 100 较近时形成正溢价的的结果。而实际上，整个投资者市场的走势都在遵循着这样的规律，每一次牛市的推动，其中都少不了这些因素的综合作用。可转债价格与转股价之间的关系及对投资者的影响上面我们为大家讲解了转股价值、可转债价格相互变化的种种情况，而在实际投资过程中，转股价也是有可能发生变化的，下面我们将会从以下几个方面为大家详细的解释一下可转债价格与转股价之间的关系和各种情况下对投资者的影响。

转股价值的确定 溢价率 转股价值的下调 下调转股价值的目的 转股价值的确定

首先让我们来看看转股价到底是如何确定的？这一部分我们以一个可转债发行公告作为案例进行讲解，请看下图。

付息债权登记日：每年付息日前一交易日为付息债权登记日，公司将自每年付息日后的 5 个工作日内支付当年利息。在付息债权登记日前（包括付息债权登记日）申请转换成公司股票的可转债，公司不再向其持有人支付本计息年度及以后计息年度的利息。

（5）初始转股价格：86.61 元/股，即本可转债募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价二者之间的较高者。

（6）转股起止时期：本可转债转股期自发行结束之日起六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

（7）信用评级：AAA

图中规定了可转债发行公告中对初始转股价格的确定。“初始转股价格：86.61 元/股，即本可转债募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价

二者之间的较高者。”通过这个规定，可转债就初步与股价建立了联系。当投资者使用了这样的估值方式进行投资，可转债的价格将直接与转股价进行联系。其表现公式如下：（可转债价格/转股价*正股价）*100%*溢价率=转债价格-（可转债价格/转股价*正股价）这个公式的内容比较繁琐，将这个公式列在这里，其主要目的仅仅是告诉各位投资者，由于转股价的存在，可转债价格可以与股价进行关联，从而实现联动。那么很显然的，这个公式也告诉我们，围绕转股价进行可转债投机也是一个重要思路。但为什么我要用投机这个词呢？原因是，可转债是否具备转股价值，甚至能够站在130的价格形成强赎，完全是个未知数。之所以投资者愿意去投资，完全是跟着自己所谓的感觉走而已。而实际情况，只有发生后才知道。投资者在购买可转债时，如果思路是希望可转债有转股价值甚至尽快强赎，那么势必是为自己的判断付出一些代价作为成本。这个成本，就是我们上面谈到的溢价。小贴士溢价和溢价率到底如何理解，我们稍后再说，这里简单举个例子。例如2个人竞拍商店里的一个商品价高者得，那么最终成交的价格减去商品的实际卖价多出来的价格就是溢价。投资方法的好坏无从判别，但可以肯定的是，有安全可靠，下有保底上不封顶的投资方法不用，却跑来多支付溢价来投资，是不是个好主意，大家可以自己做个判断。溢价率说到这里，溢价率就是躲不过的话题了，因此，下面的内容我们为大家插播一段溢价率的讲解用最简单的语

言来描述，溢价率的意义就是“现在将可转债转换成股票比股票贵多少”溢价率有自己的计算公式，转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值*100%转股价值的公式为：转股价值=面值/转股价*正股价。转股价值之前我们已经为大家介绍过了，这里为了描述的连贯性，再简单重复一下。可转债价格=转股价值+溢价。一般情况下，由于溢价的存在，可转债投资者很难从可转债价格的角度非常快速的看清可转债的真实价值，但投资者依然可以从溢价和溢价率的各种情况中找出一些共同点。下面，我们将溢价率分为几个情况，向大家介绍它的特点以及规律。1、如果溢价率较小且处于正值，很有可能转债的走势就会和股价走势比较相关，在这个时候转债的波动也会比较大。因为这个转债的期权部分价值会随着公司股票价格是否超过转股价从而发生质的变化。一旦股价超过转股价。可转债的期权部分就可以为投资者赚取利润，反之则不行。由于这个时候正处于一个临界点，因此投资者在这个阶段分歧比较大，波动也会比较大。2、第二种情况是溢价率为负，溢价率为负也就是通常投资者所说的折价，折价可产生套利机会。折价又可以细分两种情况，一种情况是可转债处于转股期，这个时候折价可以促使投资者进行转股操作，从而将可转债转化为股票，达到可转债注销的目的。当然这个操作是有风险的。套利操作的利弊我们后面会详细为大家讲解，在此暂不详述。另一种可能，折价会发生在可转债发行初期，一般是可转债发行后的六

个月以内，这个时候投资者不能立即进行转股操作。只有当可转债进入转股期后，可转债投资者才能够将其进行转股。因此，可转债投资者如果在这个时候选择套利，将会面临着很长时间的“风险窗口期”，这对投资者来讲是十分不利的。

3、第三种可能是溢价率为正，且数值比较大。这也是可转债的运行期间很常见的一种情况。这个时候，可转债表现出的是债性相对多一些。前面拆解可转债小神兽，聊聊可转债的债券锚点的章节中，我们已经和大家分享了可转债的组成。当强赎变得似乎不可能，可转债的强赎需要很大的波动才能够实现的时候，可转债的价格会逐步随着股价逐步下落。下落的过程中如果可转债的价格跌落到到期价值以内，甚至是票面价值附近，可转债的价值将主要体现在它的债券价值，因为这个时候投资者如果将其单纯的作为债券投资都会有不小的收益，这个时候溢价率往往也都比较高。在溢价率比较高的时候，可转债与股票的走势关联度比较低，因为，即使股价上涨 10%，溢价率有所下降，暂时也并不会对可转债强赎前景产生决定性影响，这个时候可转债的走势就会相对比较独立。但希望渺茫并不代表着完全没有希望，奇迹往往发生在不可能发生的时候。小贴士：这里我有些经验和大家分享。往往可转债在溢价率比较高的时候具备安全的投资价值。这个时候购买可转债享受了安全性非常高的债券收益又免费附赠了期权。很多人对此都持有反对的态度，甚至有些比较流行的可转债投资策略恰恰是以溢价率作为第一参考指

标。这里，我想说，安全是投资者需要优先考虑的问题。债券收益率虽然低，但也提供了安全性，这一点无需质疑。概率低并不代表不可能。很多人都认为一个小于 20% 的概率不会出现，这完全是一个错误的概念。20% 的概率并不意味着完全不会出现，只是能这种情况发生的可能性比较低，并不代表一定不能发生。很多人都将 1% 或 5% 的这种概率直接认定为不可能。而以我的实际经验来看，我们很多的投资其实都是在这种 1% 或 5% 的概率中达到了的很好的收益。很多时候，投资者定义 1% 和 5% 只是看到了近期的情况，而随着时间的推移，完全无法预料的事情会突如其来的发生，使得概率数值被重新定义，从而增大可转债强赎的可能性。这也是为什么可转债能够作为一种下有保底上不封顶的投资产品一直存活下来的一个非常重要的原因。约定转股价的下调下面我们再来给大家讲讲转股价与可转债之间的关系之 2 也就是，约定转股价的下调。大家可能都知道转股价除了在发行公告中进行约定以外，有些发行公司还非常人性化地为自己预留了下调转股价的空间，这就是很多投资者都比较熟悉的下调转股价条款。下调转股价是一个怎么样的条款？我们来看看公告截图

（1）修正权限与修正幅度

在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续20个交易日中有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本公司股东大会表决。|

条款规定，“在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续 20 个交易日中有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的

90%（或其他数值）时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。”仔细阅读这句条款，希望大家能够明白其中的权利与义务。下调转股价条款，本质上是公司的权利，而不是义务。公司可以在自己认为合适的时候对可转债的转股价进行下调，从而重新定义转股价与可转债价格之间的价格关系。小贴士：此处请大家注意，案例中的 90% 并不是一成不变的，有些可转债发行条款中并不会将下调转股价的触发价格设定为 90%，请投资者在投资时务必注意。下调转股价下面详细介绍一下可转债转股价下调的两种情况。可转债的转股价下调又分成两个部分，一个部分是被动的下调，例如可转债发行公司股票分红等原因，导致股票价值变化，进而对可转债转股价进行被动调整，此种类型的调整由于调整幅度有限，一般不会引起可转债交易价格的巨大波动。第二种就是公司由于希望重新定义可转债的价值，或者希望激活可转债活性等等原因，采用主动手段对转股价进行下调。一般可转债投资者所期待的转股价下调均为主动下调转股价，因为此种方式转股价下调幅度比较大，能够造成可转债价格被重新定义，并能够激活可转债活性。但主动下调转股价是公司的权利而非义务，且正如条款规定中描述的一样，需要通过经公司董事会提出并提交公司股东大会表决后才能正式生效。也就是说公司有权利提出下调转股价预案，并存在预案不被通过的可能。也有可能公司决定维持现在的转股价不变，不提出下修转股价预案。

此种情况很多投资者都并没有充分认识到风险。小贴士很多可转债书籍和文章中都把可转债下调转股价作为一项可转债优越的条件向投资者们进行介绍，甚至很多投资者都误认为下调转股价是一个倾向于投资者的条款。而在我看来，这个条款的设定，是为公司目的服务的，投资者之所以能在下调转股价中获利，完全是坐了顺风车所致。这些书籍或文章对可转债下调的目的和意图存在着很多误解，这里提醒大家注意。在可转债的发行公告中，公司已经约定的转股价是不会被轻易改变的，因为转股价格作为公告的一部分，是投资者评估是否购买这个可转债的一个重要组成部分。投资者购买可转债被视为已经接受了相关条款，更不存在向发行公司施压下调转股价的可能性。但是正如上面我们所说，公司也为自己预留了回旋的余地，如果公司选择行使这项权利，实际上对公司的利益是有所损害的，公司本可以在转股价附近将可转债消化，现在却不得不面临打折出售资产可能，这也是为什么在下调转股价的过程中，公司股东并不积极甚至会阻挠下调的一个主要原因。整个过程，我举一个简单的例子，希望大家能够通过这个例子明白公司下调转股价的阻碍，明白下调转股价的意义和成因。假设投资者去一个商店买一件商品。商品标价 8 元。商店可以选择将商品的价格下调为 5 元。当然也可以选择保持原价格不变。投资者是没有权利要求商店去主动进行降价的，或者说投资者可以与商店去协商是否进行降价，也就是我们平时所说的砍价，但如果

商家不同意降价，这个商品的价格依然是 8 元。也就是说，这个商品的定价权始终在商家手中，投资者只能选择接受或者不接受。如果商家选择了同意降价，也就意味着商家对自己的利益进行了让步，这个让步完全是出于公司的内部的一种协商决定，与外部压力无关。如果大家明白了下调转股价中的权利与义务分配，就可以对整个过程中有一个非常清晰的认识，就会对现在很多投资者、套利者、网络上所谓的大 V、公众号等抱着赌一下的心态去猜公司是否下调转股价，甚至有些人会去赌是否下调到底转股价这种操作思路有一个正确的认识。关于“一步到底”说到这里，我再来给大家解释一下在下调转股价的过程中，什么是投资者们口中所说的，一步到底。一步到底的意思是可转债发行公司将自己的可转债的转股价下调到按照可转债发行公告中相关条款约定当前可以下调到的最低价格，从而最大程度上的提高可转债的内资价值。有些投资者对一步到底的下调方式存在着误解，认为一步到底是转股价下调的最低线，其实这个说法并不准确。国有资产公司，因为对国有资产的保护存在责任，不能造成资产流失，它的转股价不能够低于公司的净资产价格。但是很多民营企业是没有这项规定的。因此民营企业逻辑上是可以将自己的转股价设定的更低一些。2019 年湖广转债就曾经将转股价下调到了净资产价格以下，也成为了中国历史上首单转股价低于每股净资产的案例，修正后的转股价较该企业最近一期经审计每股净资产低了 14%，。因此，

判断企业是否有条件将转股价下修至净资产价格以下的主要方法是查看募资说明书有无特殊标注转股价下修空间是否能够突破每股净资产限制。但就我个人而言，投资者在决定投资可转债时，尽量不要将下调转股价作为考虑因素比较好，毕竟下调的选择权在公司手中，投资者在下调过程中无任何权利。很多投资者可能会认为，公司既然发行了可转债，肯定是希望可转债能够以强赎的方式结束，下调转股价就是最为简单、便捷的促进方式。而事实并非如此，近些年来，有些可转债选择了最终以纯债的方式结束自己的运行，即可转债到期后，公司向投资者兑付本金和利息。很多投资者都觉得公司傻，明明有赖账增发股票的机会自己不好好把握。这些公司到底是出于什么样的原因不去下调转股价选择主动推动强赎？我个人进行了分析之后，认为大概有 2 个可能。1、有一些公司认为自己对于股价的推动力度或影响力不足，或曾经尝试过各种努力，但最终仍以失败告终，加上时间比较紧张，导致公司最终放弃了推动强赎的想法，选择了正常到期结束。洪涛转债大致就属于这种情况。2、还有一些公司认为以低息的方式发行长期贷款，已经使公司赢得了很多利益。既然公司账目上有钱能够兑付债券，就可以选择到期赎回的方式结束可转债。而这样的方式也是在合同中规定的完全合理的一种结束方式，投资者既然选择投资该可转债就必须接受这项条款。因此很多投资者见到公司股价长时间的达不到转股价的要求，就认为公司一定迫切

地希望下调转股价促进转股，这个看法是完全错误的。下调转股价的意义那么下调转股价的目的到底是什么呢，下面我为大家梳理一下。重新定义转股价的活性。下调转股价后（此处仅针对主动下调转股价），可转债的转股价值，溢价率等指标均会出现较大幅度调整。下调转股价很有可能大幅减少了溢价率数值，使得可转债转股盈利由原来的遥不可及变得唾手可得，从而使得投资者对整个可转债的价格进行重估，有效的推动了可转债的价格上升和溢价率的缩小。第二避免在回售期进行回售。发行公司虽然暂时没有能力推动可转债价格触发强赎条款，但也并不希望可转债提前结束，一旦可转债提前结束，公司需要准备大量的现金应对可转债投资者的回售要求。真正进入回售，不但对公司的现金储备是个考验，还会将至少一部分本来可以用转股方式消化掉的债务变为不可能。因此，下调转股价就变成了一条避免回售的非常有效的非常直接的途径。在这样的利益驱使下，公司下调转股价的动力就会提升。我们在后面的章节中为大家例举了一个真实的投资案例，欢迎大家前往阅读。好了，到这里可转债的两个定价模型我们就为大家介绍完了。希望大家都能有所收获。可转债是个对投资者非常友好的投资产品，却对投资者的基础知识有着较高的要求。如何理解可转债的运行逻辑，投资可转债从哪个角度出发最为合适，希望大家在本章内容中有所收获。

第五章：攻守兼备的投资品

第一节：下有保底篇

这一章节我给大家分享一下可转债为什么是一个攻守兼备的投资品。对可转债稍有了解的投资者可能都听说过这样的一句话，可转债投资下有保底上不封顶。对于我个人来说，结合多年的投资实践，我认为这句话用来形容可转债是非常恰当的。而且也确实有很多投资者应用相应的理论在投资中做到了下有保底，上不封顶。前面章节中，我们已经和大家介绍了可转债两个估值体系，只要当投资者在安全的价格线以内进行投资，只要公司没有倒闭，投资者将不太可能面临亏损。原因主要是来自于可转债的债券锚点，因此这一点将作为我们讨论可转债下有保底且上不封顶的必要基础。而近些年来，也有一些投资者利用可转债的 $t+0$ （当日买入可当日卖出）的特性进行投资。它们认为可转债 $t+0$ 的特性使得可转债可以作为一个短期进行博弈的工具。因此当它们购买投资可转债的时候。可转债的价格可能是在 130 元甚至 160 元以上。那这样的价格购买可转债，投资者将不会受到可转债下有保底上不封顶特性的保护。可转债的条款保护特性具体在什么样的条件下投资，投资者才会受到可转债条款的保护？下面我们来详细的讨论一下。非常特别的是，可转债下有保底的特性是有条款保障的。这一点和股票的净资产价格保护有着完全不同的概念区分。在股票投资中，

净资产价格虽然对股价有着一定的保护作用，但并不意味着股价是不能够跌破净资产的。而在可转债的投资过程中，无论是回售机制还是债券的收益率都对可转债的价格形成了保护，使得可转债的保护措施相对于股票有着比较明显的优势。而回售则是一种条款保障。条款保障与价格保障的不同在于，条款保障应无条件遵守。一旦触发条件，投资者在回售期内根据回售条款即可行使自己的回售权利。这一点是在发行可转债的公告中就已经被确定下来的，无论是投资者还是可转债的发行方都无法改变。这就叫条款保障。而价格保障虽然也有着强有力的保护作用。但价格依然存在着穿破保护的可能性，毫无疑问，对于投资者来说，突破保护红线便意味着风险。在上面的章节中，我们和大家谈到了安全价格的概念。只要可转债发行公司还款，投资者在安全价格以内进行投资，就能够大概率保障基本收益。但往往很多投资者在购买可转债的时候，并不仅仅单纯的希望把可转债作为一种固定收益率产品来对待，投资者们希望通过可转债上不封顶的特性来获得更多的资产增长。我想这是可以理解的，这也是可转债的魅力所在。但多年的投资者经验告诉我，投资一定要有一个底线思维，投资者做出投资决策之前，首先想到的是我可能亏多少钱，而不是我能赚多少。可转债的下有保底特性一定是在债券的锚点以下进行投资才能够达到预想的效果。我们在转股价估值模型中为大家介绍了转股价价值锚点，转股价价值锚点的特点是将转股价与可转债价格

进行关联，从而形成可转债估值体系。但是由于转股价和股价的波动性特点，可转债在这一个模型中并没有展示下有保底特性。因为上市公司的股价理论上可以跌到无限低，而可转债对应的转股价是有限的，也几乎不可能无限度的跟随着转股价进行下调。当可转债的转股获利的可能性变得微乎其微，可转债的转股价距离可转债的对应正股的股价越远，溢价率就会越大，甚至大到失去了实际参考意义。这个时候可转债很难从转股价的角度发现投资价值，投资也就很难获得回报。投资者希望从转股价的角度寻求安全投资就变得完全无法操作，成功的可能性也微乎其微。举个简单的例子，假设一个投资者购买的一个可转债的价格是 160 元，而这个可转债的到期价值加未来利息收入一共是 110 元，160 元减去 110 元，其中的 50 元就是这个投资者所付出的溢价。当然，有一些溢价可能已经通过可转债对应正股股价的上涨而部分兑现，但已经兑现的这一部分价格也不能保证在未来的所有时间内时刻保持可兑现的状态。因此这一部分溢价并不能认为是全部安全的。在这样的前提下，这 50 元的价格就变成了投资者的成本。投资者需要去考虑如何才能尽快的以 50 元的成本为代价获取收益，50 元的溢价，在上面我们为大家描述的下有保底的理论框架内没有任何理论支撑，投资者如果在这个价格买入可转债，其操作本质及就从一个投资者变成为了投机者，它需要去预测未来参与这个市场投资者的行为而不仅仅是预测投资标的的价格变化，从而进

行获利。投资者难度可想而知。这也就是为什么我们提倡遵循保底特性进行投资时，投资价格不能高于安全价格的根本原因。然而如果投资者在 107 元买了一支可转债，如果可转债的到期价值是 110 元，投资者还有 3 元的到期总收益，虽然获利较低，但比起 150 元的成本价格要好很多，他完全不用去预测投资标的的市场走势，不用去预测其它投资者行为。仅仅关注公司是否有能力对债券进行兑付就可以进行保本投资。如果明白了这一点，我们就能够明白可转债下有保底的特性，以及如何做才能够使投资可转债变得更加安全可控。关于公司破产清算的几种方式大家可能已经注意到了，我们在提到下有保底特性的时候总是在强调，公司正常还款这个前提，债券收益依赖于公司是否能够正常的对债券进行兑付。一旦公司不能够对所发行的债券进行正常兑付，投资者将面临什么样的情况？不能正常兑付和破产又是一种什么关系呢？其实债券违约并不一定表示债券最终无法兑付，可能仅仅是公司遇到了暂时的现金短缺，过段时间随着公司的现金状况好转，会优先偿还已经到期但未兑付的债券。甚至还有过上市公司宁愿违约银行借款，却优先偿还债券的案例。当然在这个过程中，可能投资者会有部分利息损失，但总体来看，以 100 元的票面价格作为本金计算，投资者不会面临本金损失。即使投资者在 103 元购买了债券最终只能收到 100 元的兑付，总体损失依然处于较小且可控的范围内。债券违约最差的情况就是公司进入破产清算也就是俗称的

倒闭。在公司进行破产清算了以后，公司将可能出现以下的几种情况。第一种情况是公司彻底倒闭消失，公司将首先对它的资本或固定资产进行变卖并优先偿还债务，这时可转债投资者将享有优先权，可转债投资者将可以优先得到赔偿。第二种情况是被公司收购或者被私有化。如果是公司被收购或者被私有化，前序债务都会是由接手机构进行处理。接手机构的首要任务就是处理好公司股东利益和债权人利益的分配问题。因此，在这种情况下，可转债投资者其实并不用对投资款太过担心，接手机构一定会考虑到老公司投资者的利益，而做好相应的股权、债券转化工作。第三种也是最后一种情况就是现金选择权。现金选择权也作为一种被收购的情况，已经充分考虑到了公司 and 公司股权人的利益。可以用现金赔偿股权人损失。对于可转债投资者来说，既然股权投资者都已经获得了现金偿还，债权人自然的待遇只会更好。总结一下，以上的几种情况，除了公司进行彻底的破产清算，变卖资产以外，其它的几种方式投资者都不用太过担心。而即使是最差的一种情况，公司彻底消失，债券投资者依然享有着比股权投资者优先赔偿的权利。因此严格说来，只要公司有人接手情况就不会太糟。作为可转债投资者，只有债券违约后的破产程序才会让我们损失掉过长的时间。可转债投资总体来讲的安全性还是相对比较高的，损失成本也在可控范围之内。小贴士：然而从实际投资经历来看。很多投资者在评估可转债是否值得投资的时候，往往认为公司的倒闭

是主要的投资风险。将其作为评估可转债是否值得投资的一个重要因素。而实际投资过程中，投资者对安全价格的漠视却成为了投资可转债亏损的重要原因。因此在我看来，很多投资者在投资过程中，实际上是在战略上是重视安全，却在战术上忽视安全。截至目前所有发行的可转债中，没有一只可转债发生无法兑付的情况。可见可转债发行公司的违约风险还是相对较小的。而投资者无视安全价格进行投资，却在长期的实质性的伤害着投资者。

第二节：上不封顶篇

下面我们来讲讲可转债上不封顶的一些特性和表现形式。可转债投资收益可以分为以下几个部分。第一部分收益有来自于债券收益，例如债券利息收益。第二部分收益来自于可转债价值锚点中的第二部分，可转债转股及其相关收益。可转债市场下有保底中的保底特性主要来源于它的债券特性，而上不封顶特性主要来源于转股价与股价与可转债价格之间的换算关系特性，也就是股性。为了让大家理解可转债收益上不封顶的天花板到底在哪里，我们为大家进行一个简单的计算我们先来回顾一下可转债的强赎条款，强赎条款要求股价要在转股期内连续的 30 个交易日至少有 15 都达到转股价 130%以上。在这 30 个交易日中可能有比较多的涨停板。如果说顶部的话，连续 15

个涨停板才能算是一个顶部。130%乘以 1.1 的 15 次方，答案是 543.04%但这也只限于进入转股期内才上涨触发强赎条款的情况。如果在未进入转股期的半年时间内股价已经大幅上涨，而这种上涨因为未进入转股期是不会触发强赎条款的，就应该把这期间的涨幅再叠加 15 个涨停板，才是所谓的顶。又或者公司选择发布不强赎公告，那么可转债的价格就会像孙悟空的金箍棒一样，一直变大，一直变大，一直变大。前期英科转债可转债直接创下了 3618 元的天价记录。已经很能说明问题了。当然“上不封顶”只是一个理论上的说法，现实当中绝大多数转债无法完成这一高难度操作，能够顺利强赎，对于上市公司和转债持有人来说已经是很好的结局了。特别是那些很努力才把自己价格推上去的发行公司，达成条件后很快就宣布强赎了。所以说，所谓的可转债投资上不封顶，虽然逻辑正确，但实际上还是有限制条件的。一个很重要的前提就是股票的运行时间是无限的。而可转债的存续期一般也就是 6 年，在 6 年的时间内，可转债无论涨多高，最终都会停止交易。而之前也和大家进行分析过，无论是从强赎条款的约定还是从可转债发行公司的意愿来看，大幅上涨是可行的，无限上涨恐怕只是传说而已。不过，即便是可转债涨到 200 元，对于投资者来说也已经是收获满满了，特别是当可转债给出过年化收益为正的债券收益时，手握免费彩票，遥看上不封顶的收益，也算是投资中的一大乐事。

第三节可转债实现收益的 2 种具体途径

仰望星空与脚踏实地同样重要，下面我们来聊聊可转债实现收益的 2 种具体途径

实现可转债收益的从本质进行区分，可以分为两种一种途径是股价的主动上升导致强赎。使投资者可以实现收益，简称主动途径。

另一种途径，是股价被动的上升导致强赎。简称为被动途径。很多投资者认为被动途径可能性很小几乎可以忽略，我个人认为，投资者不要小瞧市场整体上行而导致股价被动上行造成的可转债强赎，甚至有很多公司在刚刚进入转股期后并没有立刻选择强赎的原因也在于它们认为即使自己的股价并没有什么向上波动的动力，而市场也有可能会形成整体上扬的趋势，进而推动自己的股价继续上扬。而这也是可转债发行公司寻求解决自己可转债发行债务的一种非常重要的解决方式和手段。因此请大家务必注意。当投资者在债券到期价值以内购买了可转债后，可转债就变为一种向上的看涨期权。当整体市场向上后，整个可转债的收益将非常可观，而这种策略也经常被应用于一些市值比较大的可转债中。

第四节可转债运行中的各方利益变化

那么可转债在整个存续期间。各方的利益变化情况是怎样的呢？投资者在投资过程中的朋友与敌人是谁呢？

可能很少有人注意到，实现利益的过程中，各方的利益和追求也是在不断变化的。各方利益发生变化后，会直接影响可转债市场参与者的投资操作方式。但很多投资者没有明确认识到这部分风险。

下面，我将详细为大家进行讲解。

当可转债价格在票面价值附近时，也就是价格高于 100 元但低于 130 元时，投资者和公司的利益是相对比较一致的，公司希望可转债能够走向强赎，从而公司可以将债务转化为股权。可转债投资者则大多会选择静观其变，毕竟以强赎为结束的可转债占市场发行量的绝大多数。

当公司股价下跌到转股价 70%附近时，且可转债处于回售期内，根据市场上大多数可转债发行公告约定的回售标准，在回售期间可转债将可能面临回售，即部分甚至是全部可转债面临被提前赎回的风险。赎回价格一般为 100 元+应计利息。回售对可转债发行公司来讲意味着风险。公司将不得不准备现金应对可能面临的回售，并放弃对这些已发行可转债转变为公司股票的幻想。因此可转债发行公司为了避免回售，将会相对比较积极的进行应对。可能会通过刺激股价或者是下调转股价的方式使

当前股价远离转股价 70%的区间，激活可转债活性。从而避免可转债被投资者选择回售造成公司财务压力。

当可转债价格大于绝大多数公告中所规定的 130 元以上时，公司将会更加积极的希望可转债能够尽快的强赎，以将自己的债务尽快的变成自己的股份，而投资者则希望 130 以上能够出现更高的价格，从而使得自己的利益能够进一步扩大。

在以上的几种分析中，可转债的投资者和可转债的发行方利益并不能够保证在所有情况下保持一致，而在 130 元以上，投资者与可转债发行公司出现了明显的分歧，因此需要投资者明确的分辨自己正处于哪一种情形当中。从而清楚自己的知悉应该采用什么样的策略来进行可转债投资。

130 元以上的价格，是一个非常危险的价格，在这个时候，可转债投资者已经不能够和公司站在一起。双方的利益诉求发生了变化。缺少了可转债投资中的一个重要协助方，在 130 以上的价格进行投资，将会彻底失去了下有保底的特性。因此在这个时候还有一些投资者认为可转债是一种下有保底上不封顶的投资品来进行投资，明显就是概念错误了。

总结近 2 年来可转债结束方式的统计，我们认为投资可转债时需要将自己的投资成本尽量压低，因为在可转债的整个投资过程中，未来可能有更多的公司会选择以纯债的方式结束自己的可转债运行，在这个时候，130 元以下是不能够完全保证投资者收益，甚至会给投资者造成亏损。因此真正的安全价格一定

是在可转债的安全价格以内，而不是强赎价格线以内。

可转债运行历史中，有些可转债在上市之后的一段时间内就已经达到了 130 元以上的价格，但这样的价格没有持续多久，就逐步回落。整个可转债转股期内，都再也没有触及 130 元以上的价格。虽然可转债价格曾经达到过 130，但可转债并没有机会以强赎的方式结束，这也是投资者需要关注的一个重点，盲目追高，不仅仅可能损失投资资金，还会损失长达 5 年的投资时间。

第六章：可转债投资模式概览

这一章节我们来聊聊可转债的投资模式，相信这一部分内容也是大家比较关注的内容，它更加接近于可转债投资实战，对可转债的投资实践有着非常重要的指导意义。近年来随着可转债投资人群的不断壮大，很多聪明的投资者发现了一些有趣的可转债投资模式，在这一部分我会把市场里的几种比较流行的投资方式讲给大家听，大家将会对整个可转债市场的投资模式有一定了解。市场里都有哪些模式？这些模式它的逻辑框架是什么？这些模式分别适合的人群和它的操作方式又是怎样的。当我为大家介绍过之后，相信以上的问题大家都会找到答案，也希望阅读完这一部分的文章，大家能够找到适合自己的投资方式，进而真正进入可转债投资的大门。

第一节可转债投资与股票投资的不同

在讲解可转债的投资模式之前，我想和大家聊聊可转债与股票投资逻辑中的不同之处，投资逻辑的不同，分为两个方面。第一个方面就可转债和股票在获利的方式不同。股票的获利方式简析股票获利方式比较单一，投资者从一个比较低的价格买入，待价格上涨了之后卖出获利。这个比较低的价格，怎么定义？其实它没有一个公认的定义。只是某些它在利用价值投资的概

念来投资股票时，初步确认了一个对于价格高低的认知体系。

价值投资的大意是，如果你认为一个股票值十元，但是现在它只有八元，当你对它进行投资的时候，你就可以认为自己的投资算是一种价值投资，等它涨到十元以上的时候，再卖出，就完成了这个获利的过程。价值投资关键点在于，如何对股票进行估值，也就是如何评定股票值得上述例子中 10 元这个价格。这是一个很难回答的问题，在这个市场上有很多人，它们都声称自己在做价值投资，都可以对股票进行估值。但方法确是千差万别。因为每个股票每个投资者看待它的角度和观点都不尽相同。举例说明，有些投资者认为一个公司一年可以挣 100 万，但有些乐观的投资者认为这个公司一年可以赚 200 万，关于公司盈利的看法不同，对于股票现在的价格就有不同的理解。认为一年可以赚 100 万的投资者看待现在的股价就如果认为两年股价就可以赚回来，那么认为一年可以赚 200 万的人就会认为一年股价就可以赚回来，那么这 2 个投资者对于股票价格就完全不同的认识，而这两个人都可以声称，自己在做的投资是价值投资。因此，对于公司的基本面分析以及分析结果其实严重影响着投资者对于股价的判断，进而直接决定投资决策。而此种分析在当下没有对错之分，真正的对错需要在一段时间之后才能被确定，而到了那个时候，新的条件又会导致投资者重新对股价进行判断，从而形成一个循环，永远没有尽头。可转债获利方式简析而可转债的估值体系则完全不同。可转债价格无

论是以纯债的价格进行判定还是以转股价方式进行判定，都会非常清晰准确的为投资者显示结果，因此，在可转债投资者中，几乎不会出现估值争论的情况，具体内容，我们已经在前面的章节中为大家进行了分析，此处不再详述。第二是股票与债券的获利节奏不同。股票投资是低买高卖的过程，获利节奏相对单一。可转债的获利节奏相对复杂，在可转债不同阶段，它有着不同的顶底设定。当可转债跌到 100 元之下的时候，可转债就开始显示其债券价值，交易价格与转股价关联已经非常微弱。这个时候可转债的溢价率将会相对较高，投资者将完全把可转债看做一个债券进行投资，可转债的价格将以债券的方式进行波动。股价如果下跌较多就有可能进入回售区域，处于回售区域和时间段的债券有回售可能性，价格上涨或者下跌对投资者来说都不算是坏事。价格如果上涨，可转债的价格将会存在随着股票的价格波动而上涨，进而进入了另外一种估值方式，节奏就会再次发生变化。价格如果下跌，接近触发回售，可转债投资者将有可能按照回售价格卖出可转债，也是获利了结的一种方式。加之可转债有着自己的发行期限，并不会像股票一样可以永远在市场中进行运行，因此，即使可转债一直按照债券来运行，即将到期的可转债作为债券正常结束，只要公司能正常兑付，价格也会逐步向赎回价靠拢，规律又一次发生变化。虽然价格规律一直在变化，但这些变化无一例外对投资者来说都是友好的，投资者都有获利空间。因此，用股票的思路和逻辑

辑去考虑可转债投资，恐怕会发生很多错误。很多人可能会问，既然可转债的价格，由于转股价的存在与股票价格存在着一定关联性，那么为什么它们之间的获利节奏如此不同，其实答案在于可转债的强赎设定和债券价值。股票市场波动较大时，价格可以下跌 50% 很正常。但价格小于 130 元的可转债，几乎不可能下跌超过 50%，这是由于它的债券价值显现而造成的。因此，在上图中大家可以发现。虽然可转债指数随着沪深 300 指数进行着一定波动。但波动幅度明显没有沪深 300 大，这也是可转债自身的条款规定和运行特点造成的结果。（沪深 300 与可转债指数对比图详见下图）



这里请大家一定要记住以上的结论，可转债有着自己非常特殊的获利节奏，一味照搬股票的投资方法，并不是一个很好的选择。特别是在一些特殊的情况下，投资者由于对可转债这个产品的模式、条款并不是很清楚，股票投资方法会误导投资者发生亏损。聊完了可转债与股票的不同，我们看看市场上有哪些值得关注的可转债投资方法。

第二节：三线复式投资法

首先我向大家介绍的就是三线复式这种投资法。三线复式投资法最早是由安道全老师在一本名为《可转债投资魔法书》中为大家阐述的。《可转债投资魔法书》应该说是市场上发行相对较早且阐述可转债投资逻辑比较清晰、全面的一本畅销书，前期几乎所有的投资者在学习投资可转债时都借鉴了这本书中的一些理念和一些学习方法。《可转债投资魔法书》中阐述的三线复式投资法实践其实并不复杂，它对每个可转债都给予了三条不同的价格线。在书中这三条不同的线的大致会分为到期价值、回售价格和面值。第一条价格线是到期赎回价，可转债强赎后，由于价格上涨比较高，可转债价格随着股价的增长有一定的联动性，因此价格是很难被预测的。而到期赎回价是非常容易进行测算的，它一般是一个固定数值，可转债发行公告中会详细列明。第二条价格线是回售价格。回售价格是指当可转债如果在回售期进行回售投资者能够拿到多少钱。与到期赎回价一样，回售价格一般会在可转债发行公告中予以说明。第三条价格线是票面价格，一般来说可转债的面值都是 100 元。这几个价格就组成了可转债的三条价格线，作者认为可转债投资者应该在可转债的三条价格线以内进行投资。因此所有的价格设定最高不会超过可转债的到期总收益也就是我能在上面章节中为大家介绍的安全价格。后续，随着作者对可转债市场的不断深入了解，三调价格线加入了更多的参数设定，从而形成独具一格的评价体系，导致作者可以对每一个可转债依靠自

己的模型计算出不同的三条价格线。而复式投资法是一种卖出可转债的计算方法，该方法通过模型可以确切的计算出下一个需要减仓的价格。三线与复式两种计算方法就形成了可转债买入和卖出的两端。形成了对单一可转债投资的完整闭环，由于复式卖出的方法相对比较复杂，我们会在后续的详解三线复式投资法章节中为大家做详细的讲解。三线复式投资法根据我个人的实际应用来看有着很明显的优势和劣势，它的优势就在于它的价格线划定是非常清晰的，投资框架也比较清晰简单且这个策略是市场上为数不多的能够经得起十年以上检验的有效策略。而安道全团队也在这十年的过程中，通过自己的不断的跟踪和优化，提供了这个策略的十年的跟踪结果。下图为三线复式投资法 10 年资产收益率图



我们可以看到的是，在这十年中，可转债应用三线复式投资法能够得到非常好的投资收益，并且更加让人感到惊讶的是，这个策略对回撤率的控制也非常出色，增幅却又比较可观。能够得到这样的投资曲线，完全得益于可转债的下有保底上不封顶的投资特性。因此，可转债作为一种特殊的投资产品，应该应

用特殊的与之相对应的投资策略，才能达到最好的投资效果。那么三线复式投资法有没有劣势呢？应该说也是有的。三线复式投资法需要投资者有相对比较好的耐心，它的平均持仓时间是比较长的，是一种长线的投资策略。因此对可转债的投资者来讲，使用这种投资策略无疑是一个非常煎熬的过程。并且这个投资策略需要投资者具备非常高的投资水平和非常优秀的心理素质。很多投资者由于熬不过时间而最终选择了放弃。这也是大多数投资失败的主要原因之一，投资者不具备持之以恒的毅力、决心和信心。

第三节:由股票投资方法衍生出的可转债投资法

1、双低投资策略双低投资策略，是利用低价与低溢价率这两个指标，通过评分来对每个可转债进行评价，得到评分后对每个可转债进行排序，排序得分较高的可以够纳入组合进行投资，策略定期对纳入投资清单的转债进行轮动，从而保证策略取得一个较好的收益效果。应该说低价和低溢价率这两个指标经得起时间的考研和历史数据策略回溯。我们也在很多的文章、研报以及者自己的实际研究中证实了这个判断，但是低价和低溢价率策略有两个比较明显的劣势。首先是轮动的问题，轮动是一个看起来很美，但实际上操作起来可能会蕴含巨大风险的投资策略。主要原因是，轮动这种策略，它所轮动的标的一定是

质地和条件都是非常近似于一致的标的，轮动策略才能达到预期效果。如果质地和属性有些许不同很容易就会造成轮动的失败。我们在这里简单的举一个例子，每个可转债都有自己的利息，而每一个可转债在发行中的利息也有所不同。更加不同的是每一个可转债背后都有自己的发行公司，公司股票质地、盈利水平，还款能力也有着不小的差别。忽略掉这些不同，进行无脑轮动是非常错误的。随着可转债市场不断的增发，目前可转债市场中的投资标的已经接近了 400 只。在这样的规模下，我们有理由相信未来将会有更多的质地参差不齐的公司市场上出现。那么投资者是否会遇到一只可转债无法兑付，甚至是破产清算呢？我认为这非常有可能，甚至只是时间的问题。而恰恰是这样的公司，它的可转债价格、收益率都会非常诱人。从而很可能在双低评级中取得一个较好的分数。进而纳入到投资者的组合中来。一旦该标的纳入投资者的组合中，投资者踩雷的风险将会大大的提升。在条件不同的标的中进行轮动，我们很难确定这些价格的偏差是由于标的之间的差距不同而导致，还是由于本身定价错误而导致，因此轮动操作是一个非常严重的问题，它很可能会将投资者一步步引入深渊，希望大家能够引起重视。双低策略，在 2020 年左右的时候就曾经遇到过这样的一次真实的情形，很多投资者把自己的投资标的轮动到了非常差的标的上去，结果造成了踏空市场的结果。我个人认为踏空市场其实并不是一个很坏的结果，投资者把自己陷入

最差的标的当中去才是最难以结束的噩梦。小贴士：有些投资者可能会说，我利用双低策略的时候，我会加入对自己的个人的评价的因素。我其实并不建议大家用个人的评价去做另外的筛选，因为我们使用策略的时候，其实就是希望策略能够自动的根据市场环境为我们进行筛选，而不需要增加人工的主观评价成分。如果我们一定要对这些市场的内容进行主观评价，其实我们并不需要策略来阻碍我们的自由行动。我们需要策略的主要目的就是希望我们能够通过这种无脑化的策略筛选，从而规避掉人性中的非理性或者是非客观的判断因素，否则将很容易造成投资失误。因此轮动的问题，还是需要投资者多多关注

第二点，我想说说双低策略对低价的定义的问题。三线复式投资法在投资中一直都非常关注价格的变化，我们认为三线复式投资法的买入价格一定不能够高于安全价格，这是一个硬性的指标。但双低价格的策略并没有对价格及其可能带来的安全问题进行定义。这就存在的一种可能，如果所有可转债的价格都高于安全价格，三线策略可能会因为没有适合的标的可以买入而停止一段时间。但双低策略可能还会轮动到一些价格相对较低实际上绝对价格较高的标的上去。有些人认为这并不是什么严重的问题，如果买入可转债的价格高于到期价值且这个可转债到期正常赎回，投资者可能将会面临亏损。我们之所以和大家在前面用很大的篇幅去讲解可转债的两个价值锚点，就是希望大家能够理解，可转债在一些极端的情况下，是可以以债券

的形式结束的。在这样的前提下，如果以债券到期价格以上的价格进行投资，势必就会对投资者的本金造成损失，我想这肯定是每个投资者不愿意去看到的。

第四节其他基于指标选债的投资策略

基于指标的选债策略是近年来非常流行的一种可转债投资方式，其主要的逻辑是基于可转债的一些重点指标，评价可转债的波动性和转股可能性，从而从可转债与股票的联动性出发去评价可转债的好坏进而对可转债进行投资。近些年来由于可转债投资者的不断增多且多数投资者在投资可转债前已经拥有了投资股票的相关经验，因此此种方法相比其他方法，更容易被接受，其受众也更广。很多投资者在双低策略以及其他类似可转债投资策略的基础上，基于自己对可转债的认识，优化策略指标形成了自己的可转债投资策略。也正是由于这些策略从双低的策略发展而来，也无一例外的继承了双低策略的优缺点。而在我看来，双低以及其投资策略的本质实际上就是由股票投资策略发展而来的以小博大的投资思路。对应我们在前面章节为大家介绍的相关知识，我们认为双低以及其发展延伸出来的指标选债投资策略的世界观是基于可转债定价模型的第二个模型，即基于转股价的定价模型。这种定价模型在逻辑上是抛弃了可转债的下有保底上不封顶的特性而进行投资的。利用这样的估值模型，虽然也能够对可转债进行估值进而投资获利，但其实质却与可转债在发行之初精心设计的诸多保护投资者条款毫不相关了。近些年来，可转债市场一直面临着合作共赢的良好局面，可转债投资者因为可转债发行公司对于资金的渴望做了顺风车，绝大部分的可转债都最终以强赎结束了自己的

运行，投资者在投资中获得的利润也非常丰厚。然而正是这样的假象，却迷惑了很多投资者，很多投资者认为这样的投资方法能够胜任所有的不利局面。然而一旦正常到期的可转债比例逐步增多，投资者很可能会因为在策略上的选择失误承担巨大的损失。在本书中我们已经多次和大家强调了可转债投资的特点以及本身的特性。作为一名投资者，我认为既然选择了投资可转债，那么就应该最大限度的利用投资标的的特性，进而保护投资者的基本利益。然而非常遗憾的是，基于指数权债的投资策略，完全无法做到这一点。

第五节：套利策略

套利策略有很多种具体操作模式，但总的来说，套利策略的思路是利用 2 个标的之间的价差进行交易并获取利润。套利在很多场合被赋予了高大上的意义，然而其实，事实并非如此，套利活动在经济生活中也无处不在。利用价差进行买卖商品的活动，在逻辑上符合套利策略的思路框架。下面，我们为大家例举几个可转债投资过程中的套利策略，供大家理解。前面的章节中其实已经涉及到了部分折价套利内容。利用可转债在转股期间市场价格偏离时溢价率为负的特性进行转股，从而可以获得转股后折价率的部分差价，进而低成本的获得股票，再到市场上卖出股票获利就是折价套利的一种。这种套利方式也是

投资者使用较多的一种套利方式。但其实这种套利方式暗藏着很多投资风险。首先，可转债在转股后当日是不能够进行任何操作的，交易所会在收盘后将对可转债转换成相应股票的操作进行确认，第二个交易日股票将出现在投资者的账户中，这中间的时间风险和波动风险需要投资者来承担，因此即使有折价率作为安全垫，但这种套利依然不能保证投资者 100% 获利。第二，次日股市开市后价格也有可能存在波动风险，这种波动风险也需要投资者来承担。某些时候有些投资者会利用卖空股票的方式来抵消风险，这种操作逻辑上是成立的，但在实际操作时投资者很可能无法融到足够多的卖空券来进行套利保护。如果能融到足够多的券，这种操作总体风险是可控的。还有一种套利方式来自上面套利方式的变相解决方案，某些时候可能投资者找不到融券的股票，就会利用卖空沪深 300 股指期货或期权的方式进行对冲。这种操作在逻辑链上多了一个从股票到沪深 300 的转换。沪深 300 和可转债对应标的股票的波动差异是一个必须考虑的问题，它们的之间的波动差异需要可转债投资者来承担。还有一些投资者使用一种被称为正股涨停套利的策略，其实质是利用可转债发行对应股票在突发利好时涨停限制与可转债涨停限制不同的特性进行追涨操作。例如，当股票上涨 10% 触发涨停时，可转债的上涨幅度仅有 7%，未达到股票涨幅，或此时可转债涨幅为 11% 投资者认为此时可转债仍有涨幅空间，即可利用可转债当日可以进行 t+0 操作的特性买入可转

债进行追涨。而这种操作，其实值是一种博弈，因为从投资品分类来看，可转债作为股票衍生品，有着自己的定价规律，其涨幅是否能够完全同步于对应股票，即取决于股票价格也取决于可转债自身直指标，例如溢价率等。因此，当可转债发行公司股票因突发利好上涨时，也要视可转债当时的溢价率，价格，涨幅等因素而定。后面的章节中，我们还将结合真实案例，为大家分析这种套利行为的危害。总结一下，套利的方式多种多样，以上仅以两种情形具体说明套利操作的原理和方法。而在我看来以上投资策略均不是有效的投资策略，仅在具备特殊条件时方可控制风险。因此，在可转债市场考虑用套利的方式盈利，恐怕不是一条长期盈利的投资策略。根据我们的长期投资经验来看，套利操作不但不会对投资者的收益产生证明效果，反而可能会使投资者沉迷于盲目套利和频繁交易的误区当中。最终打乱投资者的投资节奏。这是我们不希望看到。最后再和大家分享一种几乎是没有风险的套利行为，当可转债投资者已经持有了可转债发行公司的股票而这个时候可转债在转股期内并溢价率为负时。投资者可以通过卖出股票并购买相应数量的可转债并立即转股的方式降低持股成本。本策略的重点在于，投资者必须事先持有可转债发行公司股票并准备长期持有，而套利的作用在于降低长期持有股票的持仓成本，才能够达到降低持仓成本的目的。

第六节 博弈投资（投机）策略

博弈投资策略应该说是一种短期的投资策略，也有人将其归纳为一种套利策略。它所关注的重点并不是可转债整个市场到底如何运行，或者单个可转债到底应该如何运行。而是当可转债发行公司遇到了困境，可能触发赎回或强赎无望时，投资者猜测公司会根据可转债条款下调转股价等行为使得可转债保持活性并以此为依据进行博弈的行为。下调转股价是公司的权利并非义务。也就是说，公司有权利进行下调可转债的操作，当然也可以不下修可转债。因此可转债发行公司采用什么样的策略应对目前的情况是可转债发行公司的选择，而不是可转债投资者能够决定的。因此这里说的博弈，实际上是一种猜测上市公司的行为。靠的是预测市场参与者的行为进行获利，是一种投机行为。也有很多可转债投资者称其为套利策略，但无论名字如何，都无法逃脱这种策略与市场、可转债发行机构对赌的性质，其本质都是一种投机行为。如果投资者对未来的预测正确，可能存在获利空间，如果不行预测错误，投资者可能会面临损失。其实这种博弈从某个角度看与套利有着截然不同的逻辑关系。上述套利行为中，可转债投资或多或少有着安全垫作为保护，而博弈则没有安全垫进行保护。因此这样的策略其实是一种投机策略，而并不能真正意义上算作一种投资策略。

第七节：随机大饼策略

很多投资者有由于觉得可转债投资比较麻烦，会实施这种随机大饼的操作策略。大家不要小看随机大饼这种操作策略的收益率表现，它的这种投资效果不一定就会劣于我们精心挑选的可转债组合，投资市场上有一个非常著名的故事，叫猩猩扔飞刀。猩猩扔飞刀这个故事主要是告诉我们投资经理或者基金经理选出的股票长期收益并不会大幅超越随机挑选出的股票组合带来的收益水平。因此随机摊大饼策略其实有一定借鉴意义。但我个人认为随机大饼策略，它的主要的借鉴意义则在于分散持仓方法，分散持仓的主要优势是能够平摊风险而将自己的收益率无限的趋近于整体收益率，这也是我们一直在追求的目标，因为无论我们如何去尽力的避免风险事件的发生，风险事件都一定会发生。我们唯一能够做到的是当风险事件发生的时候，对于我们投资者的伤害程度达到最小，因此很多聪明的投资者才发明并实际应用了摊大饼策略。在这种策略的加持下，我们投资者就能够以一种非常平和的心态来对应市场，也能够稳定的获取平均投资收益为我们带来一个平均的收益。

第八节：可转债基金投资

不可否认的是可转债基金也是一种常见的可转债投资方式。可转债基金有非常专业的可转债基金经理人来打理。因此投资者

无需对可转债的公告、到期日、强赎日等信息进行记录。省去了很多繁琐的监控过程。但可转债基金的收益率也是显而易见的。可转债基金由于规模的限制，只能购买一些体量较大、但预期收益率较为平庸的产品。这种做法会在一定程度上拖累总体收益。个人投资者由于体量的优势，完全不需要考虑市场的接纳程度，完全可以对一个发行量较小的可转债进行 15%-20% 左右份额的投资，但可转债基金就很难做到。也正是由于这种原因，可转债基金虽然非常安全可靠，但在收益率方面完全无法和一个合格的可转债投资者相提并论。加之如果投资者具备一定的可转债投资基础，可转债投资基金的投资决策是否能够被投资者认可也是一个值得商榷的问题。因此，如果投资者具备一定的基本素养，投资可转债基金就并不是一个非常好的选择。

第九节总结

市场上关于可转债的投资策略应该说是很多的，这些投资策略它的优势和利弊，我想作为一个初学者在短时间内是很难完全掌握的。因此我在这里结合我自己的一些思考和投资理念做一个简短的总结，供大家参考。第一、照搬股票的投资策略恐怕是很难成功的。因为可转债市场有着自己的特点、交易准则。一味照搬股票投资方法恐怕行不通。可转债有着很多不同于股

票的条款。在这些条款的约束下，很难说可转债就是一个能够完全类比股票的投资品种，尤其是从当可转债低于到期价值或低于票面价值的时候，它所展示出债性就会完全将可转债的估值体系代入另一种模式。可转债价格虽然和股票市场的波动存在着一定关联，但又非完全关联。作为一个衍生品，它有着自己的独特属性。作为投资者需要了解这些不同的特性，并且对这种特性加以运用才能做好投资。可转债发展的趋势证明了可转债将会更多的围绕着自身的特点来进行运行，投资者应该寻找适用于可转债自身发展规律的策略并进行实践。由于可转债在发行公司的质量参差不齐，我们将会面临着一些完全不同于以往可转债投资的体验和环境。在这样的环境下，投资者需要从债券的角度对可转债进行分析。可转债的策略也应该相应的进行简化，使之更适应可转债的自身特点和市场规律。第2，应用投机性策略进行可转债投资，弊大于利。投机性策略虽然能够体验到交易的快感，但大多数投机型策略都是赌博性的行为，套利操作存在着很大的风险。在这种风险下，我们认为这种策略完全不能够被称为一种策略，而只能是一种战术型的应用。一个投资者如果没有完整的投资框架，只是仅仅在做这种战术型的应用，是无法对自己的投资行为进行有效保护的，更没有办法形成投资思维的闭环。在这样的前提下，投资者是不太可能获得盈利的，只是偶尔账户上有些波动而已，而他也不能够被称为一名成熟的投资者。第三，投资的根本是安全第一，

可转债投资是一种下有保底上不封顶的投资，但下有保底和上不封顶是在一种特定的条件下才能生效的。如果您的策略应用不当或者购买价格过高的话，下有保底上不封顶特性是不能够发挥出来的。这也就需要投资者运用好可转债的特性，运用好它的优势，注意前置条件，这样才能够让投资者拥有一个比较好的投资结果。第四点，分散持仓是避免风险的策略最优解长期的实践经验已经告诉我们，应对风险的策略不是集中而是分散。虽然分散持仓能够在很大程度上扩大投资者遭遇风险事件的几率，却也在很大程度上递减了风险事件对投资者的伤害程度。因此，分散持仓虽然最终必将导致投资者遭遇风险事件，却也是投资者避免风险的策略最优解。综合以上的分析，结合我个人对可转债的理解和对一些投资理念的认知，我倾向于三线复式这样的投资法，因为它能够比较从根本上抓住可转债投资的实质，又为可转债量身打造，且又经历了 10 余年市场检验。因此我们会在这本书中向大家重点介绍三线复式投资法，介绍我们对它的理解和应用的实际的效果。

第七章：三线复式投资法详解

大家好，下面我们来和大家聊聊本书的重点之一，三线复式投资法介绍。三线复式投资方法是一套行之有效的投资方法。也正是由于这套有效的行为标准，才能让我们更加轻松、愉快、高效的进行可转债投资，从而产生投资收益。本书的前一部分章节，我们为大家提供了很多可转债基础概念解析，以及一些投资理念解析，而本章我们将以以上内容作为基础，为大家介绍这套行之有效的可转债投资方法，供大家参考。

第一节：策略概览

在这一章里，我们将向大家介绍整个三线复式投资方法的框架，以便大家对整个投资方法有一个概括性的了解。三线复式投资方法我们可以将它概括为以下几点：不预测保本投资三线买入复式卖出分散持有第一个观点是不测或者叫不预测，它是整个投资体的逻辑基础。完整的描述其内涵是，我们认为，投资者不应该预测市场的未来走势，更不要将盈利建立在自己对未来市场走势的预测之上。多年的投资经验告诉我们，一个投资者越是经验丰富，就越是希望过滤掉自己的主观判断，不希望通过预测市场进行获利。越是长期稳定的盈利，就会越加倾向于不将自己的盈利建立在预测的基础之上。预测，是一种主动行

为。它通过主动的选择市场未来将可能的走势，进行押注性的投票以期待市场走势与自己预测相一致。如果选择正确，则投资者能够获利，如果选择错误，则投资者可能迎来亏损。预测往往带有一定的运气成分，运气好的时候可以让投资者获得很丰厚的收益，但运气不好的时候投资者也可能面临较大损失。长此以往，投资者将无法形成一个长期稳定的盈利体系而只是跟随着自己的感觉随波逐流。预测在我看来并不能为投资者带来一个长期有效的良好投资结果。因此我们的逻辑慢慢将预测转变为不预测。但不预测，并不代表着不应该对未来的情况做出准备，即所谓的不预测，但要预算。预算和预测是两种截然不同的概念。而三线复式投资法则正是一种预算型的投资方法。投资的目标首先就是保本，一定不能让自己的本金受到损失，因此，投资决策的首要条件就是一定要保本，可转债的条款设定带给我们的优越性，使得我们在保本的前提下，可以做一个憨夺型的投资者。憨夺型的投资者即市场好的时候我也要跟着市场一起好，市场坏的时候我要少亏钱，甚至要尽量不亏钱，具有这样的特性的投资者就是一名憨夺型投资者。想做到憨夺非常不容易，憨夺的精髓在于控制利益追逐的欲望。保本就是憨夺投资者的武器，它是一把极好的尺子，也是一把照妖镜，很多投资中纠结不清的问题，退一步用保本的尺子量一量，马上就能豁然开朗。很多危险的操作只要你问自己它是否能够保本。我相信投资者都会有自己的答案。随后该怎么做也就再明

显不过了。实际上，很多投资者并不是不知道风险的存在，更不是不能明确的辨析是否能够保本。投资失利的主要原因，无外乎是投资者们选择了预测而非预算所致。所以，保本的操作如果可以去做，就要尽量多做，做对了，有了信心就要反复的去做。不保本的操作尽量少做，最好不要做。这就是我们的行为准则和策略宗旨。那么具体到一个可转债。投资者应该怎样去投资，怎样去分析可转债呢？拿到一只可转债怎么判断它的好坏呢？在我们的投资体系中，我们的标准有两个评价维度，第一，相信不说大家也都会知道，一定是安全或者叫保本，第二是弹性或者叫波动。如果我们用一句严谨一点的话来描述安全和弹性的关系。我想这句话就是：一只转债在剩余存续期间内违约的概率大小和上涨幅度以及上涨概率的大小。在排除了众多干扰因素外，我们可以把很多纷繁复杂的可转债投资指标最终归纳到安全和弹性这两个维度上，且安全和弹性也有这自己的先后顺序，安全第一，波动第二。我们从安全与波动的思路出发，最终发明了“三线”这种买入策略。三线就是一个具体量化的可以判定可转债好坏的重要的指标。那么如何设定可转债的三线呢？简单的说，安全弹性都好的可以设定为一个级别，安全弹性差一点的可以设定为一个级别，我们通过对这两个维度的分析，产生大致 4 种结果，对应到三线的设定上，就可以把每个可转债的三线设定的有目标，有意义而且很具体。有了三线这个具化的分析。我们就可以具体的买入可转债了，

三线应该说就是可转债的买入标准，结合三线，我们再对可转债进行配比和分散，和仓位控制、节奏控制，就构成了我们投资可转债的整体思维框架。在 2020 年，我们把三个分散也扩展成为了 3+2、3+3 个分散，甚至还有极简分散策略。有些投资者可以选择能力圈分散，怕麻烦的投资者可以选择极度分散或者是常识分散，有些研究能力有限且有密集恐惧症的人就可以选择常识分散，不爱动脑的人，还有机械三线方法，想躺着挣钱的得人还可以选择指数基金，等等等等很多种分散方法。我们的总体目标是希望投资可转债的时候可以把可转债进行分散的投资，而不是集中在少数几个可转债中进行投资。三线作为买入端，让我们有了买入的目标，复式作为卖出端有卖出的方法。只要三线买入后在强赎线以上复式绝大部分率都能保本，所以怎么做基本都是大概率能赚钱的，只是赚的多少而已。而我个人则一直认为赚不赚钱是能力问题，赚多赚少则多半是运气问题。复式卖出的框架很简单。我们设置的最高价以后可以设置回撤参数和兑现比例。当然复式卖出法也可以做日内复式和常规复式或者叫日间复式交易和以日 K 线作为最小单位的复式交易。复式卖出获得的现金，也可以尝试等量买回自己心仪的转债。策略的轮廓就是这样了。逻辑线比较简单且连贯。具体的细节，我们会在下面慢慢为大家梳理。

第二节：如何分析一只转债如何分析一只转债？

无法分析转债就不会有三线。就不会有安全性和波动性的考虑，也就不会有三线的设定，也就无谈买入，更谈不上卖出，一切方法都无法实施。判定一个转债的好坏，每个人心中都有自己的标准。但是正如像我们说的一样，如果从不预测但保本的逻辑出发，顺理成章的答案就比较简单了，千万不能亏本，在不亏本的前提下尽可能的为我们多赚钱，这就是我们为可转债制定的评价标准。其实越简单的标准就越能够选出称心如意的转债。大家如果真正能够理解保本的含义，那么很多风险套利操作就可以很容易的被过滤出来了。比如说抢权配售，注释：提前购买即将发行可转债的股票以通过股东身份配售可转债比如说赌下调转股价，比如说做可转债折价的套利等等等等，这样的操作虽然看起来很刺激，但因为它根本就不保本也就失去了操作的意义。上面提到的投资方法我在前面已经给大家介绍过了，是一种有安全垫的投资行为，有些甚至连安全垫都没有，完完全全是一种赌博性的投资。这也是很多人为什么投资可转债没有获利的一个很重要的原因。大家都觉得可转债是一个下有保底，上不封顶的投资产品，但这个属性和转债的操作方式息息相关，偏离了可转债保本的操作方式，却一味的认为可转债是一个下有保底上不封顶的投资产品，亏损就在不远的前方等你了。根据历史的经验我们来推论。转债到期大概率是保本的，但是这并不代表的可转债到期之前的每一分钟都能够保本。这是一个误区，价格只有在到期价值以下，持有到期才是大概

率可以保本的。虽然历史上并没有出现可转债违约的案例，但这并不代表着未来这样的事件不会发生。所以我们用一点儿严谨的文字来描述我们对可转债的评价、判断标准，那就是：在剩余存续期内不违约的概率有多大，而可能的上涨幅度和概率有多大。所有对于可转债的分析核心都在这句话里了，我们把这句话拆开再来分析一下。第一，我们要的是安全性，第二我们希望的是弹性。在这我们要强调一下次序，次序很重要，安全是第一位的，永远是第一位的，弹性则是第二位的。很多投资者觉得可转债是比较复杂的一个投资产品。这是个事实。可转债的条款很多，正股基本面的技术参数也有很多，这些指标加起来甚至能达到上百个之多。但是如果我们从安全和弹性的角度去出发，指标就变得并不那么复杂了。策略的存在，就是让我们可以放心大胆的把那些并不重要的指标放在一边，只考虑那些和安全弹性相关的指标。它的好坏也就很容易判断了。将到这里，其实就解释了很多投资者的疑惑，很多投资者深陷溢价率、价格、下调转股价可能性等等问题不能自拔，导致需要监控的指标过多，无法精简突出重点。其实在我看来这个问题的答案是评价的初衷，什么指标，什么特点，能够简单扼要的概括可转债的优势，就选什么指标，其余的指标则不必过多关注。这就是可转债评价框架的意义，它一定要最简单最直接的反应可转债的质地。下面简单谈谈转债的安全性。我们对安全性的评价其实还是要回到前面那句话，在剩余的存续期内，

不违约的概率有多大。稍微再严谨一些，假如发行可转债的上市公司，在剩余的存续期内会不会遇到各种各样的极端事件，如果遇到了，会不会导致违约，违约概率有多大。通过对这个问题的深入思考，投资者就能够对它的安全性有一个比较好的认识。在这我们可以分享一下我们的思考模型。简单说来，如果一个公司是国企，那么它的股东和资产就是影响它还款的最坚实后盾，也就是我们经常说的国企安全靠爸爸。如果是民企，那么我们除了关注股东、资产等因素，还是要去看它的现金流，中国股市有很多中国的特色，比如说很多国企背后都是国资委，国家信用是很强的，值得信赖。违约概率很低，所以看看股东研究，看看股东背景，就解决了很多问题。民企的安全性分析稍微复杂一点。它的现金流，它的货币资产，它的债务规模，它的负债率，它的商誉，都是需要考虑的因素。只要数据说得过去，其实民营企业也是值得信赖的。我们分析一只可转债并不会像分析股票一样，我们只需要简要分析它未来六年的违约概率就可以了，六年以后怎么样我们其实不太关心。例如一个行业，如果投资者判定它在走下坡路，也没有关系，只要6年后这个行业依然存在，依然能持续的赚取利润，那么对可转债投资者来说，就是一笔可以参与的投资。而在这里我们要强调的是，国企、民企的界限有时并不那么明显，也并不存在国企一定好于民企，民企一定劣于国企的情况。一些明星民企的质地也是非常令人羡慕的。例如有一些各个行业内的领先公司，

就是寡头垄断者之一，这样的公司安全性自然也是值得放心的。当然了国企、民企之间也会有一些的股份交叉或者是相互交叉持股的情况出现，这也值得我们进行一一分析，但总体上来讲，评判标准依然是国企、民企这个大的原则。那么说完了安全性，我们再来谈谈弹性。其实弹性就是我们上面描述的后半句话，在剩余的存续期内，可能的上涨幅度和概率有多大，通俗的解释就是，如果说风来了，这只猪到底能飞多高。一般来说，弹性的体现就在于股票的股性、波动性，有的时候是题材，有的时候是周期，有的时候还可能是运气或者是市场整体的推动等等。很多转债，溢价率比较高，但风来了以后，照样能涨好几倍，这个过程中溢价率不仅消除了不说，价格还能雨后春笋般的起飞，用一句成语来形容真的是芝麻开花节节高。所以说有些人看溢价率进行投资有一定道理，但也不一定全对，毕竟股市的波动是很突然的，有它的随机性。可转债投资与股票投资之间的主要问题就在于股市的上涨波动性是很难把握的，投资者可以去猜，但这种猜一定是在无风险的条件下去猜，才能叫下有保底上不封顶。如果是有风险的条件下去猜，投资者机会付出一些额外的代价，也就是溢价，那么投资就变成赌博了，盈亏也就只能听天由命了。其实弹性也是可以量化的，比如说一只股票，它过去几年涨得怎么样，随市场的波动怎么样，它自己的波动怎么样，都是可以量化出来的，市场上也有很多比较成熟的指标来描述波动性。这些都是我们可以去参考的。理

解了安全性和波动性。分析后面的三线配比或三线设定就一气呵成了，分析可转债是后面一切投资行为的基础。安全性好的，安全性不好的，波动性好的，波动性不好的，两者交叉就出现了四种情况，这四种情况我们再去细分，就会出现很多种三线价格和不同的配比方式。总体来说，分析可转债的安全性和波动性就是这样的一种设定。它的模式是简单的，道理其实也并不复杂，但它依然可能会面临到千人千面的问题。我们的初衷是希望把所有的繁琐的问题进行简化。简化到可以量化认定的地步，我认为就算是成功了。

第三节：如何设置三线

这一部分我将为大家介绍一下如何为可转债设定三线，我相信三线的设定是大家非常关注的一个话题。但实际上像前面的章节所描述的一样，只要大家对一个可转债的安全性和波动性有了自己的理解，那么就可以非常容易的设定可转债的三线了。安全性好的自然三线就可以设得高一些。安全性差的三线就往往放低一点，根本不安全的，或者根本没法确定是否安全的就可以不要设定价格线或者价格线设定的特别低，这都是一种投资者自我保护很好的方法。那么众所周知的，如果可转债不违约，到期的赎回价加持有期间的利息就是可转债理论上的到期价值，在这个到期价值以内进行投资，可转债的投资者都是可

以获利至少是不亏本的。利用年化收益率进行反推就可以用来作为三线的设定标准，这就是三线众多设定方法中的一种，前面章节为大家介绍的到期价值、回售价格、到期赎回价、面值也是一种三线的设定方式。有了这些价格标准，就可以根据自己对某个可转债的安全和弹性的分析，分别给出几个不同的心理价格预期价位。在这里我想告诉大家的是三线复式投资方法虽然叫三线复式投资法，但不一定只能设定三条线。正如上面我们为大家描述的一样，有些可转债它的安全性不好，那么我们就可以设定两条可转债的价格线，甚至是一条。有些可转债的波动性比较大，我们也可以设置四条或五条价格线，这都是可以的。价格线的设定在于我们对一个可转债的理解程度和我们对这个可转债买入的节奏的把握。除了利用年化收益率对可转债进行买入价格设定，设定方法上，我们也可以用心理价位的方式进行定义，哪个价格我们觉得自己至少得买点了，再不买就可惜了，那就是建仓线，哪个价格觉得不买不足以平民愤，不买就睡不着觉，不买觉得就错过了很重要的机会，那就是重仓线。这两个之间的价格。就是加仓线。加仓线比建仓线的心理预期要好一些，但有没有重仓线那么强烈，是这两条线中的一个平衡点。价格线的设定有着自己的计算方式比如说刚才我给大家介绍的年化 1%、2%、3%、4%、5%是一个设计思路，有的时候是面值、到期价值、回售价、到期赎回价也是一种，特殊价格的相关计算，也是一种等等。设定方式是比较多的，大家

可以根据自己的判断和喜好去设定。正如上面向大家介绍的，最重要的一步是如何分析对应可转债，只要对安全性和波动性有了明确的认识，那么你要在什么价位买这个可转债其实并不困难。有些转债安全性不是太好，有些转债它的安全性不好不坏，或者不太确定，有些可转债的题材很好。这样的公司往往都比较激进，波动性比较大，投资者又不敢重仓，这个时候就可以根据三线的配比来设定。例如这个公司我非常看好，它的波动性比较大，我就可以把三线设的高一点。而后我们可以再去考虑加仓线、重仓线，也许我们认为这个可转债它的波动是比较大的，它的还款能力不是很强，因此我们可以不对它进行重仓线的设定。那么加仓线我们就可以尽量的压低一些，这样我们就可以至少买到一些可转债，但又不会担心仓位过重，对于我们投资者来讲就会比较安全，持有也会相对放心。因此三线就是具体的对安全和波动性的一种量化。总体来看，综合考虑某个转债在剩余的存续期内，如果遇到不可知的利空，违约性的可能性有多大，如果遇到不可知的利好，上涨性的概率和波动幅度有多大，我们就能够给它选择合适的三线了。我们经常和大家分享的观点是黄金就给黄金价，猪肉就给猪肉价，注水肉给垃圾回收价，问题肉根本看也不看，白给也不要。我想通过这么通俗的讲解，大家就能够明白到底应该如何去设置这些三线了。其实三线的设定初心就是希望在对一个可转债进行了完全的分析以后，能够用数字来量化这些分析，主观地给

出我们的投资的点位。这样我们投资的时候就会有计划，有节奏的买入这些我们认为可靠的可转债。在到期价值线以内进行建仓，安全性都是有保证的。但又因为每个人的研究能力不同，专业领域不同，对每个可转债的看法又不一样。因此，三线的设定远近高低各有不同，也是非常正常的。

第四节：三线配比与仓位控制

下面我们再来聊聊可转债三线的配比和仓位的控制。这一个章节的内容非常重要，但与三线设定不同的是，这一章节的主要内容重点并不在于单一可转债的设定，而是在于整个投资可转债的仓位控制与理解。因此大家在阅读这一部分文章的时候一定要注意这个前提条件。有了三线就有了标准。通过三线控制买入的仓位和节奏，这个内容在上面的章节中已经向大家都做了介绍，有了三线就自然有了三线的配比。大家可能自然而然的认为三线配置就应该是 $1/3$ 、 $1/3$ 、 $1/3$ 这种平均配置，但实际上，很多聪明的投资者为了控制自己的节奏和买入的顺序、买入量，也对仓位进行了自定义。配比 433、532 都是常见的配置方式，这种配比方式，倾向于尽早的快速建仓，因此建仓线的配比都比较大，另一种思路偏向于慢一些建仓等重仓的机会，这种思路一般都会受到稳重型投资者的青睐，配比 334、235 都是不错的选择。觉得建仓线在太早不好，重仓又难等。这个时候，就可以把中间的加仓线变的稍微多一点，配比 343、253、352 等等就值得考虑。当然特殊要求下 0，0，10、8，1，1、2，6，2 这样的配置也可以考虑。其实，每一个价格和比例的设定都有自己的原因，每个投资者都有自己设定仓位的权利。有一些可转债，它的质地比较好，安全性比较高，波动性又比较大，在这个时候您就可以对建仓线进行前移，这样的设定能

够保证您在买入可转债的时候，尽早的买入多一些份额。因为确实也有一些可转债它的价格始终不回落到 100 元附近，甚至有的可转债在存续期间内都没有下过 115 元。价格进入建仓线，理论上就应该开始配置仓位了，那到底配置到什么程度呢？单只可转债的建仓线配置满为结束，例如某只可转债的单只仓位上限投资总仓位的 3%，三线配置又是 33%，33%，33%。进入建仓线就可以购买总仓位的 1%。如果您有 100 块钱的话，就可以拿 1 块钱去在这个价位进行购买。如果价格跌到了加仓线，您就可以再拿 1 块钱进行购买，以此类推，直到把所有的 3% 的仓位的款项都用完为止。其实上面的例子就可以看出，虽然转债很多，安全性千差万别，波动性也参差不齐，但是只要单只仓位的上限结合三线配比，就能够很有规律，很有节奏地进行建仓，条理和思路是比较清晰的。只要单只转债有三线配比，整体投资转债的资金也有了自己的三线配比，只是三线配比对投资总仓位的限制作用并不会直观的显示出来，而是通过间接影响的方式体现。大家在实际操作中通过三线配比控制可转债买入节奏以后，就会领会到整体可转债投资仓位控制的效果。如果市场中有大量的可转债进入了三线，但又未进入加仓线。那么您投资可转债的仓位就应该是在总仓位的 $1/3$ 左右，不太可能相差太多。如果大量的转债都在加仓线以内，自然的您的仓位就应该保持在 $1/3 \sim 2/3$ 之间。如果大量的转债都在重仓线，那么您的仓位也应该保持在 $60\% \sim 100\%$ 之间。这个过程就不需要

非常精确的进行量化了，单只三线配比能够直接反应到自己总仓位的配比上来。如此这样的设计，就起到了一个控制仓位的目的。也就能够调整可转债的投资节奏。由于设定了这样的三线配比和仓位控制概念，就可以非常从容地进行总仓位的控制。关于仓位控制，我们有一些多年来投资可转债的经验总结和大家分享。一、不要过早过重的买入资产，投资新手非常容易犯这个错误，总是迫不及待的打光自己所有的子弹。二、随着仓位超过 2/3 或者更多，重仓的标准应该严格一些，这个时候投资者更需要控制的是仓位，仓位代表着投资者对市场的态度，满仓是一种非常极端的态度表达，回旋余地会很小不要把自己憋在墙角。三、满仓的下一步是锁仓也就是锁定仓位，有新的标的进入买入区域也不用去关注。尽量不要对可转债进行轮动，脱离安全价格与强赎上限和下限的轮动效果不会好。如果有可转债冲到了强赎线以上，您可以根据复式折扣法兑现部分收益，兑换的部分现金就又可以投入到新入线的可转债中去。这样做可以形成一种周期较大的轮动，但这种轮动是基于安全价格与强赎的轮动，与市场中投资者们经常讨论的对比价格之间的快频率轮动有着本质不同。可转债的投资周期要比股市的牛熊轮动要快的多。因为可转债的顶底幅度要远远小于股市估值顶底限定。这也为我们可转债投资者非常快速的的增长资金和轮转资产提供了一个好的途径，应该说很好的轮动的周期也是可转债投资者非常重要的优势之一。三线的配比与调整目的是使三线

成为一个比较模糊的但是却十分有用的灯塔，可以指引正确的方向。当然了，这个方向也并不是唯一的，而且也并不精确，还需要每个投资者有自己对可转债的认识和仓位的设定，才能够完全的成型。我们在这里仅仅是介绍了一个逻辑框架，相信思路清晰了，操作就变得简单了。

第五节：3+2（3+3）个分散

这一部分我们给大家介绍一下，3+2个分散。《可转债投资魔法书》成书于2012年，在开始聊分散之前，我们先来看看可转债的发行数据。2017年1月1日上市交易的可转债有24只。2018年1月1日上市交易的可转债有59只可转债2019年1月1日上市交易的可转债有131只可转债2020年1月1日上市交易的可转债有242只可转债很明显，2018年以后可转债就开始了大扩容，一直走到今天，近400只可转债同时在进行交易。可转债扩容的暴增为投资者提供了更多的可能性。我们可以投资更多的可转债了，我们也可以在可转债投资中引入一些股市中的避险办法。而这些模型也都是在股票市场中运行了几十年甚至上百年的，非常成熟的规避风险模型。应该说可转债市场的扩容对我们来讲总体上利大于弊，一方面，扩容为我们提供了更多的投资标的，另外一方面可转债发行公司质量也不可避免的趋近于平均值，如果用安全、波动双性原则分析，那么扩容后可转债的安全度总体呈下降趋势，投资者遇到

违约可转债的可能性也有所增加，平均波动性也更加趋近于整个股市的波动性，但可转债投资标的的增多，却为投资者提供了分散投资的可能。2017 年以前几乎所有的可转债都成功强赎退市。扩容后，已经出现了一些可转债是以正常到期的纯债方式结束自己的运行。这回真实是老革命遇到新问题，可转债不同发行方有着不同的诉求，有的可能比较佛性，有的就比较积极，有的可转债安全性挺高，但波动性不行，有的波动性挺高的，安全性不行。总之每个标的都有自己的特点和缺点。所以，需要我们使用股市上比较常见的分散的投资方法对可转债进行分散再分散，分散的是风险，得到的结果是投资者不会被一只可转债的风险事件所击溃，收益率也趋近于所有可转债的收益率水平的平均值。其实我们很早就开始讨论可转债的分散投资问题，其主要目的并不是为了应对可转债发行数量的增加，而是为了应对可转债投资风险对投资者的打击程度。违约的风险增加是我们必须考虑的一个因素。分散只能尽量地避免投资者被个别风险事件所击败。投资者重仓一个最安全的可转债，也不如分散投资多只可转债来的可靠。就像我们向您介绍的一样，分散投资的第一个好处就在于分散了风险。另二个好处则是我们可以非常平缓的对可转债仓位进行大周期轮动，从而平均分配我们的收益，使我们的收益率更加平稳。那么 3+2 个分散说的是哪几种分散呢？所谓 3+2 说的是 3 和 2 两种分散体系，3 指的是 3 个主动分散，而 2 指的是 2 个被动分散主动分散中

的 3 种分别是“极度分散”、“研究能力圈分散”、“常识分散”，第一种主动分散是极度分散。假设有 100 只转债，极度分散可以每支都买 1%。即使有一两只违约，它的影响也不会超过 5%，投资者风险和回撤都是可控的。优点是没有必要去对每个可转债进行过分的研究，可以躺平或者偷懒，可以借用或参考别人给出的三线无脑买入。涨的时候你会发现这个市场上烟花不断，有助于增强自己的信心，更适合一个市场新人进行投资。但缺点就是要求资金比较多，而且交易比较频繁，比较累，每天都需要关注的是几乎整个市场，而且根据可转债投资特点，投资者需要关注的是每天自己所持有的可转债发行的公告情况。虽然有个别可转债可以达到强赎。但对总体的仓位贡献也非常有限。整体仓位盈利幅度与可转债平均收益水平相当，短期内全部持仓大幅盈利可能还是需要市场整体牛市来支撑。第二种主动分散是能力圈分散，在自己的能力圈以内，懂得公司运行情况的就可以设置三线进行投资，看不懂的就放弃投资的机会，优点就是投资多少只可转债，数量自己说了算，总量可控。投资者的工作量比较固定。能力允许的条件下可以对每只可转债研究的比较深。缺点就是可能会错过一些自己不了解，但非常优秀的可转债投资机会。第三种主动分散是常识分散，这种分散适用于没有太多研究能力的投资者，依赖常识也能简单有效的建立投资标的圈。例如某些国企的安全性比较高，有一定的题材或者弹性，像大型国有的银行、保险公司这一类型，

三线就可以给的比较高。有一些民企虽然分类为民企，但是行业内也是领头羊地位，现金比较充沛，负债率比较低。五六年内还款能力基本稳定。常识分散的优点是投资者不用去研究过多的转债，只要靠常识或者少量的知识积累就可以进行投资，学习成本比较低，数量可以大致控制在 20 至 30 只左右。仓位相对集中。交易动作相对较少，投资者消耗的精力也会比较少，安全性有所保障。缺点是相对于其它的投资方法，这种方法持股也会相对集中。一旦持有公司发生违约事件，对投资者的整体投资仓位甚至投资逻辑都有一定打击。这里可能有些投资者会问，到底买多少只可转债才合适呢？极度的分散方法是没有可转债个数要求的，原则上有多少只符合要求就应该买多少只。常识分散式、能力圈分散方法，是先建立可转债投资池，在池中的可转债三线符合多少只就买多少只。无脑不想研究的，可以选择极度分散或者常识分散。2 种被动分散分别是“机械分散”和“指数基金分散”。被动分散的第一种类型是机械分散，这种方法用一个形象的比喻就是，无论什么样的转债条款，发行公司是什么样的质地，一律给予统一的三线标准：年化 1%、3%、5%，就好比是为每一个高矮胖瘦不同的人穿同一件衣服。它的好处是可以规模的设定三线，机械地执行买入操作。它的缺点也是显而易见的，就是没有量体裁衣，有些可转债也许在整个运行期间始终不会达到年化 1% 的价格，投资者很可能买不到这样的转债。对于投资者的收益率有一定影响。被动分散

的第二种类型是指数基金分散。转债指数基金也是一个很好的投资选择，它由一个非常专业的投资经理人团队为投资者代客理财，专业团队为投资者提供专业的服务，代替投资者在投资中各种各样繁琐的精力和时间投入。但它的收益率相对个人投资会有下降。可转债基金的主要问题就在于它的规模限制，它并不能买一些波动性较好但是发行量较少的可转债，因此。它天生就放弃了一些可能波动率较高的转债。对于这些转债基金来讲收益率是有保证的但是超额收益是无法与个人投资者收益相提并论的。加之可转债基金的操作也不会根据三线复式投资法进行买卖，整体投资风格，也属不可控的范围。对于投资者的个人成长没有太大帮助。以上就是 3+2 各分散的主要内容，它的使命就是在不能预测的前提下一方面用逻辑分散去分散可能的违约风险，一方面用不同的分散度来应对大量的转债筛选难题。然而细心的读者可能已经发现了，我们一直在强调 3+2 个分散，那么剩下的一个分散是什么呢？它是“极简参数分散策略”或者叫自动化三线策略。它是目前为止 3+3 个分散中最年轻的一种分散方式，却又是最具突破性的一个，由我本人在本书撰写期间主导完成，后面我们将有一个段落为大家详细介绍这种策略

第六节：复式卖出法

我们终于来到了三线复式投资法详解的卖出章节----复式卖

出法。复式是可转债的卖出方法，也是可转债操作中非常重要的一环，一个完整的投资逻辑不可或缺的就是买入端和卖出端的设定。对于投资者来讲，无论理念或知识学习是否到位，买入和卖出都是非常值得关注的，也是最终会对应到实际投资中的重要操作。在三线以内或者是强赎价格线以内，复式操作法是没有任何操作机会的，原因是，强赎价格线以内可转债将会等待价格提升，这个时候选择卖出，如果未来可转债达到强赎，盈利会比较少，明显不划算。而到了强赎线以上，复式操作就有了自己的用武之地。复式操作方法在这一部分需要解决的问题是在强赎线以上如何不靠预测卖的尽量高赚的尽量多。最高价是很难预测到的，在前面我们已经给大家介绍过了，我们不会对市场的任何行为进行预测，那么在不预测的前提下，我们如何才能够卖得尽量高呢？虽然市场最高价无从获得，但已经走出的历史最高价还是可以知道的。当前市场的最高价一定是目前的价格或是过去一个时间点的价格，那么我们就可以用当前的最高价为一个目标值，设定一个适度的回撤幅度，有了这个回撤幅度，我们就可以进行操作了，简单一句话就是你能够忍受多大的回撤，就设定多大回撤幅度值，触发设定值，就无脑卖出一部分。举个例子。如果您能够忍受 10% 的回撤，那么在现在的最高价减去 10% 的价格，一旦市场下跌触发了这个价格您就可以进行复式操作了。例如，现在最高价格为 180 元，如果您设定了最大 10% 的回撤。那么如果价格低于 $180 - 18 = 162$

元，您就应该卖出一部分。第二个参数就是复式卖出的多少。

刚才我们谈到，当市场下跌了 10%，您可以进行操作，但是这个操作并不意味着您要卖掉所有的手里的持仓，您可以选择性的卖出 1/3、1/4，甚至是 1/5 都是可以的，这个时候三线复式投资法中的第二个参数诞生了，卖出仓位。您可以在触发后选择性的卖出自己需要获利了结的仓位，比例完全由自己掌握，这个参数不参与任何价格计算，因此在安道林泉公众号提供的复式计算器中并没有要求用户进行设定。第三个参数是收敛比例。我们可以设定一定的收敛比例对第二次减仓进行操作。例如第一次我们设定回撤的数值是 10%，那么第二次我们可以设定一个 80%的阈值， $10\% \times 80\%$ 就会得到 8%。那么第二次只要从第一次减仓点之后出现的最高价再下跌 8%，我们就会立即进行第二次减仓。以此类推。举例说明，例如，现在最高价格为 180 元，如果您设定了最大 10% 的回撤。那么如果价格低于 $180 - 18 = 162$ 元，那么您就应该做第一次卖出。如果您设定了收敛比例为 80%，假设价格一直下跌，那么当价格再次下跌 8% 时，您就应该再次卖出。也就是当价格低于 149.04 元（ $162 * (1 - 0.08)$ ）时，您应该选择第二次卖出。如果您设定了收敛比例为 80%，假设价格一直上涨到 200 元，则回撤重新定义为 10%，利用最新的最高价格进行计算，减仓价格为 $200 * (1 - 0.1) = 180$ 元如果您设定了收敛比例为 80%，假设价格上涨到 170 元后继续下跌，则利用最新的最高价格进行计算，减

仓价格为 $170 \times (1 - 0.08) = 156.4$ 元这样做的目的是防止可转债不断的一路下跌，投资者坐了过山车却没有有效的进行减仓将输入落袋为安，那么有了这 3 个参数，整个三线复式投资法就已经比较明确了。值得一提的是，一般来说复式投资方法是以收盘价作为标准的，而不是日内的波动价格。也就是说，如果日内价格突破了我们设定的监控值，但收盘价高于我们设定的监控值，那么我们依然认为我们的监控值没有被突破。很多时候日内的波动是很大的，尤其是可转债 t+0 的交易特性，波动范围比股票更大一些。使用收盘价就会过滤掉很多的日内波动。三线复式投资法对可转债一路向上的行情是比较友好的。转债创新高的过程中，如果回撤不是很大，那么不会触发我们的减仓机制。如果在中间进行震荡，只要没有超过我们监测的回撤幅度，也不会对我们产生影响，只是在连续下跌或大幅震荡，大幅下跌的前提下才会给我们发出减仓的信号。标准的复式基本上是如此。复式作为标准操作方法简单到我们可以拿来进行量化计算。2019 年我们已经完成了对复式操作法的量化，目前在安道林泉公众号中，我们已经向大家提供了复式方法的计算器，方便大家对可转债的复式卖出价格进行监控。欢迎大家前来体验。下图为复式折扣法计算器截图：



其实。这一套卖出模型也可以应用到我们的持有的股票投资中，只要大家输入股票代码，也可以应用同样的模型进行计算得到想要的结果。规则表述比较简单，但实际到应用中会有一些特殊情况出现，这里有几个细节需要大家注意。第一，遇到了跌破强赎线算不算触发卖出条件呢？很多人对这种情况是有分歧的，我认为，130元以下是不用卖出的，因为可转债毕竟大概率还是会到130元以上进行强赎的，130元以下卖出实在是

不太划算，因此如果可转债没有大幅离开 130 元的话，进行复式减仓是一个不太合适的选择。第二，触发了强赎以后如何卖出，很多人都有自己不同的方法。我们认为各种方法都值得尝试，只要将自己的参数固定住就好。触发参数后，卖出就变得不可避免。选择固定的时间点、固定的上涨和下跌幅度都是个很好的方法，这时需要人工的监控与实时评估。毕竟投资市场是瞬息万变的，配合交易量，满足要求就尽量尽快执行操作。安道林泉服务也提供基于自定义价格的到价提醒服务，欢迎大家体验。第三如果日内价格涨幅或跌幅比较大，跌破了我们的监控价会怎么办？跌破监控价如果在日内进行操作，投资者也叫他日内复式，日内复式原则上并不违背复式卖出策略的初衷，区别在于时间限制，它仅适用于日内的跟踪型的交易者。如果您是一个以日线为基础进行交易的投资者（例如上班族），那么就完全不需要去考虑日内复式的价格因素。最后一个问题是可转债复式卖出以后是否需要等量买回，我个人的答案是，如果您确实对这个可转债非常看好，那么可以进行等量买回，但如果市场上可转债比较多，我想您并不需要单恋这一枝花。

第七节：极简参数分散策略

策略重讲的最后一部分是极简参数分散策略。极简参数分散策略在逻辑上并不是策略重讲的最后一部分内容，却是策略重讲的最后一块拼图。极简参数分散策略是我个人在写这本书的过

程中，利用闲暇时间建立的一种自动计算三线方式。它模拟了策略重讲中可转债三线设定的过程，利用自动化计算的方式尽可能贴切的评价了可转债的安全性与波动性，形成了独特的计算逻辑。目前这套计算方法已经被我们开发成为一套实用体系，能够自动为投资者计算出每只可转债的三线价格。下面我们来详细聊聊这一套算法具体的实现过程。实现自动化计算，算得上是我梦寐以求的一次飞跃。极简参数分散策略是一次全新的挑战。它试图利用一些固定的评价标准对可转债实现定性评价，从而实现无人工参与的可转债评价过程，或者说，它试图通过定量判断的方式得到一个定性的结果。在分散的类别中我们认为，极简参数分散策略是一种被动分散，但这并不代表着它只能在被动分散领域进行应用。从我的角度来看，极简参数的计算结果可以在很多方面进行应用。它甚至可以是人工设定三线的另一种补充或是纠错。应该说，极简参数分散策略的应用场景是广泛的，它为喜欢研究的投资者提供了参考一句，为“懒惰”投资者提供了快速抄作业的机会。那么极简参数分散策略的逻辑是什么呢？极简参数分散策略在逻辑上依然符合三线复式投资法的逻辑框架，因此，我们还是从两方面对可转债进行评价：第一是安全性。我们在安全方面考虑了很多的参数，依次是机构的评级、公司总市值、股东的构成，甚至是国企股东构成和民企股东的构成，财务状况，包括现金流负债情况，经营情况等等，在侧向数据方面，同样选取了例如公司影响力、

社会认知度、大股东构成类型，未来的发展预测，现期估值情况以及估值百分位等等因素。在弹性方面，我们考虑了可转债对应股票的历史波动幅度情况，对近期波动进行了适度加权，构成了对可转债对应股票波动性的基础评价。特殊因素方面，我们还考虑了例如公司是否曾经被收购过，公司是否被收购过股东的变化情况以及行业的调整情况，主营业务变化情况，转股期、回售期、即将到期和停盘以及可转债筹资项目的市场前景等等一系列因素。在三大类一共 160 多个控制项的加权计算下，极简参数分散策略对该可转债进行最终的评价，并将三线价格快速、精确的计算出来。对于评分的流程，我们坚持安全评分第一，弹性评分第二，两个评分加权计算后再计算总体评分的原则。在划定三线的流程中，我们应用这个流程，最终将可转债的三线推导出来。有了这个框架，我相信极简参数三线的最终价格会有一个非常客观的表现。极简参数分散策略在我看来，有以下几个特点。第一，它的参数设定虽然相对人工评价灵活性先天不足，在逻辑上可能有所牺牲，可能并不完美，但它符合可转债投资的总体逻辑框架，对可转债的定义逻辑是恰当合理的。第二，极简参数的数据抓取与计算是自动的，不需要人工的参与，能够完全实现自动计算，此点实属不易。第三，客观，因为每个参数都有自己独特的考量角度和权重分配，因此我们认为这样的权重分配最大限度上减少了人工的评价的偏差。第四，快速精确，基于这些参数对可转债的评价，系

统能够精确快速的对可转债评价，快速对可转债基础信息变化进行反馈。我们期待着在未来，极简参数分散策略能够为广大投资者提供更加优质的服务，让大家在可转债投资者过程中能够拥有更加轻松愉快投资体验。以上便是三线复式投资法的主要内容。三线复式投资法完成的阐述了如何分析一只可转债、设定三线并进行买入、卖出及整体仓位控制等等信息，是可转债投资宝典。但三线复式投资法并不是可转债投资的全部，它是投资理念结合可转债属性的一种表现形式。无法理解市场的运行机制，无法理解可转债的 2 种估值模型就不会深刻的领会三线复式投资法的精髓，因此，正如我在本书开篇向大家分享的那句话一样，投资行为是世界观在投资领域的具体表现形式，这是一种智慧，希望读者们能够有所领悟。

第八章三线复式投资法实战案例解析

第一节：你的故事说不完——蓝标转债

蓝标转债是一只非常故事的转债，从 2016 年 1 月 8 日上市到 2019 年 10 月 10 日停止交易，其中经历了很多非常具有代表性的时刻，也是投资者学习可转债投资可转债不可多得优秀案例。下面就让我们来聊聊这只转债的故事。蓝标转债是由北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司发行的一只可转债，募集资金为 14 亿元，该公司主要从事公共关系咨询服务和广告服务，是一家民营企业，总市值为 150 亿元。债券评级为 AA。在蓝标转债运行期间公司曾经对进行过多次派息，致使可转债转股价曾多次经历被动下调。但正如前面章节我向大家介绍一样，被动下调转股价对股价的影响并不是很大，对可转债的重新估值意义也并不是很大。然而蓝标转债在其运行期间内，也曾经有过三次主动下调可转债转股价。这三次主动下调转股价，对可转债价值的重新评估，有着非常重要的意义，应该说，刀刀精准，次次精彩。这三次下调转股价的时间分别为 2017 年 5 月 26 日，转股价由 14.95 元下调到 10 元。2018 年 9 月 10 日转股价由 9.79 元下调到 5.29 元。2019 年 1 月 30 日转股价由 5.29 元下调到 4.31 元。其中 2018 年 9 月 10 日和 2019 年 1 月 30 日的两次下调均已达到了公司能够下调转股价的最低下限，而蓝标转债的故事也围绕着这 3 次转股价下调而展开。我们经过研判对蓝色光标这只可转债三线设定为 112 元、104 元

和 100 元，因为蓝色光标是一只轻资产公司，历史估值比较高，波动比较大，对其设定的三线价格相对比较高，但总体来看，三线价格依然在安全价格线以内。2016 年 1 月 18 日，该转债开始上市交易，开盘价格为 115 元，收盘为 114 元，该价格没有任何买入机会。2016 年 1 月 20 日最低价格来到了 110 元以下，触发了建仓线，可以进行少量买入。2016 年 1 月 27 日到 2016 年 12 月 8 日，该转债一直在 115 至 107 附近震荡，中间没有加仓机会，当然也没有卖出机会。2017 年 3 月 21 日，该转债价格下跌进入加仓线，随即开始进行加仓操作。随后，第一场好戏上演了 2017 年 5 月 26 日，蓝色光标转债发布了公告，向下修正可转债转股价，调整到了 10 元。2017 年的 5 月 31 日，也就是下修后的第一个交易日，该转债当日下跌了 3.29%，收盘价格为 101.28 元。该交易日转债下跌完全是由于可转债投资者对可转债公司下调转股价未到期失望所致。还有一部分投资者是抱着侥幸的心理和公司赌博下跌转股价幅度，因公司决策并未满足他们的期望，只能割肉离场。经过此次下调转股价操作，溢价率从 95.4% 下降到 30.7%，虽下降了 60% 多，但依旧比较高。随后，随着蓝色光标股价的下跌，蓝标转债又开始进入了下跌周期。2017 年 11 月 28 日蓝色光标转债下跌，跌破 100 元面值，跌破了重仓线。这个时候，第二场好戏悄悄拉开了序幕 2017 年 12 月 26 日，蓝色光标正股股价下跌到短期的低点盘中，价格来到了 5.3 元，转债转股溢价率为 73% 左右。

后 2018 年的 1 月 24、25、26 日，蓝色光标正股累计上涨了约 20%，而可转债累计上涨幅度仅在 6%左右，其余涨幅均被溢价率吸收，溢价率由 60.7%下降到了 29.4%。这一轮上涨，由于该可转债的溢价率太高，即便是正股发生了迅速上涨，但可转债价格也并未跟随，而是选择了优先消除转股溢价率，这也是转股溢价率过高可转债的一个特性，正股上张后会优先消除转股溢价率而后才会跟随可转债价格上涨，毕竟，溢价率缩小以后，强赎才会有可能。2018 年的 5 月 25 日，蓝色光标股价下跌至 6.25 元，蓝色光标转债达到了 90.36 元。2018 年的 6 月 19 日，蓝色光标转债价格来到了 87.04 元转股溢价率为 57.5%，这一段时间的价格，也创造了蓝标转债的最低价格。2018 年的 9 月 10 日，蓝色光标又一次下调了转股价，将转股价 9.79 元下调到 5.29 元，下调到底。随后，蓝色光标股价与 2018 年 10 月 12 日下跌只 3.9 元附近创造了股价的低点。而可转债方面，由于转股价已下调到底，溢价率虽然较高，但依然在苦苦支撑可转债价格，可转债价格并未创造新低。第三场好戏，来了~2019 年该可转债进入了回售年度，回售起始日为 2019 年的 12 月 18 日，由于蓝色光标转债的溢价率相对较高，该转债的回售将会面临实质性“威胁”，由于公司的财务状况比较差，回售对公司来说是不小的压力，因此公司非常有动力避免回售的发生，然而，就回售条款的约定而言，提供回售选项其实已无法避免。2019 年的 1 月 30 日，蓝色光标股份有限公司再次

宣布向下修正转股价，从 5.29 元下调到了 4.31 元，又一次下调到底。同日，蓝色光标发布了回售公告，因资金用途改变触发回售条款。为补充流动性，项目由于实施的基础条件发生了很大变化，无法再应用于该项目。因此根据可转债发行公告条款，需向投资者提供一次回售选项。聪明的投资者估计现在已经看出来了，同一天发布了 2 个重量级的公告，相互必定有着某种联系，但这其实也是公司的无奈之举。下调转股价，又一次激活了可转债活性，降低了溢价率，但由于此次回售是因为募集资金用途改变，因此无论可转债价格如何，回售都已无法避免。然而公司并非毫无办法，公司可以通过让市场价与回售价格比较后，回售价格不划算为原因，使投资者选择不参与回售，最大限度的规避回售为公司财务状况带来的负面影响。回售期的可转债价格为 100.2 元，而回售价为 100 元加当期应计利息，应该说，基本上 2 个价格保持一致。这种情况应该说是回售中最复杂的一种情况，两种选择成本几乎相同，而已经被蓝色光标股票及蓝标转债折腾过几次的投资者也不免有了厌倦的情绪，选择回售其实也是一种脱离苦海的方式。而且，回售存在着一定优越性，因为可转债市场的流动性是有限的，但回售选项可以忽略掉流动性因素，只要参与，则必定能够根据回售价得到相应的现金。因此，心灰意冷的投资者依然有可能选择回售选项注销掉可转债。当然，可转债发行公司并不希望看到这样的局面，因为注销掉可转债就意味着这部分资产需公

司筹集资金返还给投资者并意味着这些资金无法作为股票进行增发。因此，此时的蓝色光标只能祈祷这样的投资者不要太多。最终，此次回售共回售了 258,269 张可转债，回售人民币 2 亿 58,742,587 万 4653 块 9 毛 1，回售比例非常低，下调转股价又一次为蓝标转债续了命，为强赎保留了一丝希望。九九八十一难，天竺到了。2019 年的 3 月左右，蓝色光标股票终于有所反弹，价格来到了 5.99 元，较低点，反弹了 57.6%。蓝色光标转债价格来到了 136.9 元，超过强赎价格 130 元，也进入了复试区间。随后 2019 年 3 月 26 日，可转债价格 140.66 元，收盘价格是 128.68 元，触发了复式卖出条件。2019 年的 9 月 9 日，蓝标转债终于迎来了胜利的时刻，该转债已经连续 30 个交易日中的 15 个交易日，收盘价格不低于当期转股价格 4.28 元的 130%，即 5.57，元触发了募集说明书中的有条件赎回条款，因此公司决定对该可转债进行赎回。2019 年的 9 月 12 日，蓝色光标可转债在收盘价格当日开盘价格 154 元，盘中最高 162 元，盘中最低 153 元。2019 年 10 月 10 日，蓝标转债以 135.998 元结束了自己的运行。蓝标转债有很多故事可以和大家分享。其一就是蓝色光标转债，不停的下修了自己的转股价格，不断的激活可转债的活性，使最后的强赎成为可能。而在整个过程中，蓝色光标股票由 15.5 元下跌到了 5.9 元，下跌了 61.9%，期间还曾最低达到了 3.7 元。股票投资者的命运可想而知，但是可转债却投资者却获利出局，这个案例，已经

充分说明了可转债投资者的条款优势。而蓝色光标公司对蓝标转债几次下修的操作也值得一说，公司每次都非常努力的在激活可转债活性，每一次都不希望贱卖自己的资产，而面对回售公司又不得不下修到底继续为可转债续命，从这个案例我们能够看出，下调转股价是公司的下下策，公司其实并不愿意下调转股价贱卖资产，只要有一丝希望，公司都希望能保持转股价以获得最大收益。而投资者与公司对赌下调转股价幅度其胜算可想而知。蓝标转债已经退出了历史舞台，而同样的故事依旧正在上演，希望蓝标转债的故事能够为大家提供很多具有价值的参考意义。

第二节：长长的路，我们慢慢走——电气转债

上海电气可转债也称电气转债是由上海电气集团股份有限公司发行的一支可转债，上海电气集团股份有限公司是国有企业，他的实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会控股比例 52.38%，股票总市值为 606.05 亿元，市值相对较大。可转债于 2015 年上市的，规模为 60 亿元。我们经过研判，对上海电气可转债设立了三线，分别是建仓线 110 元左右，加仓线 106 元左右，重仓线 100 元。2015 年 2 月 16 日可转债上市首日交易价为 131.01 元，因当时正值牛市，且此价格已经高出建仓线约 20 元左右。这只可转债对三线复式投资法来讲没有任何的参与机会。2015 年 6 月 2 日，这支可转债盘中创出了整个生命周期中的最高价 304.85 元后，因为牛市见顶等原因，该股票一路下跌，导致可转债也一路下跌时间来到 2016 年的 5 月

10 日，该支可转债的最低交易价格为 110.22 元，已经进入了买入价格线。因此根据策略，投资者可以进行初步的买入。2016 年 6 月 10 日，该支可转债来到了 107.45 元，创下了新低。根据三线复式投资法依然可以进行买入。直至 2016 年 7 月 13 日，该支转债交易价格都在建仓线以下，其中 2016 年 8 月 16 日价格达到了 117.59 元，虽然有小幅的上涨，但没有超过 130 元。因此根据三线复式投资法，不能进行卖出炒作。2017 年的 5 月 8 日到 10 日，该支可转债交易价格跌破了重仓价 100 元，达到了 99.96 元。因此投资者可以选择持续的进行买入。2017 年 6 月 2 日，该支可转债创下了新低 98.72 元后，又回升至 100 元。此后的一段时间内该支可转债均在 100 元债券面值上下进行徘徊。2019 年 4 月 17 日该支可转债超过了 130 元，盘中最高达到了 139 元，进入了复式监控阶段。而后直至 4 月 22 日，该支可转债并没有创出新高，而收盘价却跌破了 130 元，达到了 128.7 元。根据三线复式投资法应该选择卖出。总结一下，如果从第一次建仓开始计算，至卖出一共持仓时间为 2.95 年，持有时间较长，卖出单张转债共获利 24.3 元，年化单利率在 7.7% 左右。后期因该支可转债接近到期结束，价格始终在 110 元左右徘徊。强赎可能性随着时间的缩短而逐步变低，因此整个可转债的目标价格逐渐向到期赎回价进行偏移，不能再用强赎价格线对该可转债进行要求。2018 年 2021 年 1 月 18 日，该支可转债迎来了自己最后的交易日，盘中最高价格为 106.95

元。电气转债最终没有达成强赎，是可转债市场中少有的没有达到强赎，而结束自己生命周期的一支可转债。但三线复式法依然在整个过程中寻找到了不错的投资机会，尤其是该支可转债作为一支大型国企，安全性在有保障的前提下，依然能有所获利，已经实属难得。这个例子给了我们两点启示，第一是如果价格没有达到建仓线的范围之内，就不要去进行购买，三线的设定就是为了等待价格慢慢进入伏击圈，而不是选择主动出击。第二是三线复式投资法其实可以应用到很多使用场景中来，包括但不限于可转债最终达到强赎的情况。也适用于到期正常结束的情况，如果价格合适，也适用于未在转股期内的可转债。毕竟没人知道可转债最终的运行结局。希望投资者们能从这个例子中得到启发。

第三节：快来看呀，天上飞着的是猪——中鼎转 2

中鼎转 2 是中鼎股份有限公司发行的第二只可转债，中鼎转 2 的发行公司是安徽中鼎密封件股份有限公司，这是一家民营企业，其总市值在 180 亿左右，在沪深市场属于中等水平。2019 年 4 月 4 日，中鼎转债二在市场上进行挂牌交易，初始的转股价为 11.99 元，总发行量为 12 亿元，属于中小型转债。经过对该转债的研判，我们对中鼎转债的三线划分约为 110 元，100 元和 93 元。2019 年 4 月 4 日，该可转债上市进行交易，最低达到了 119 元，没有触及建仓线 110 元，2019 年 4 月 26 日，最低价达到了 109.2 元，已经跌破了我们为转债设定的建仓线 110 元。投资者可逐步对其进行买入操作。2019 年 6

月 18 日，该转债最低的价格为 101.61 元，期间，投资者均有买入时机。该转债经过多我们的次买入，平均持仓成本在 103.6 元左右。2019 年 9 月 11 月，该转债在 130 元以下进行波动，价格最低达到过 105 元，最高达到 116 元左右，但根据复式折扣法计算方式，都没有任何的退出机会。2020 年 2 月 3 日春节后，股市大跌，该转债恐慌性抛售，创下了 101 元的新低，再次为可转债投资者带来了买入机会。后该可转债又进行了一波无效波动，最高达到 123.8 元，最低达到了 109.96 元。2020 年的 3 月 25 日晚间，公司发布了一条轰动性的公告，公告称中鼎股份近期收到客户通知，公司成为美国通用呼吸机项目精密橡胶密封产品的批量供应商，成功站上了风口，随即成为市场热点。第二天开盘该股票即涨停，全天封死涨停板，转债开盘也随即走高，因转债涨停板限制较股票来说比较宽松，价格直至上摸到 205.2 元后逐步回落，收盘到 137.97 元，因为当日正股价格尚在转股价以下，转债价格明显已经预支了数个涨停板利好预期，从溢价率上判断该股票存在短期兑现的机会，因此我们对该股票进行了部分清仓处理，分别在 170 元至 200 元卖出了部分持仓。2020 年 3 月 27 日该股票继续涨停，而转债则在 130 元到 140 元进行震荡。而后 2020 年 4 月，该转债价格来到了 106 元，5 月价格达到 104.8 元，7 月达到了 102.2 元，继续给予了买入的时机。之前减仓的部分此时又可以继续进行回补。而后的一段时间内该股票继续在 130 左右进行波动，

最高时达到了 140 元。2021 年的 8 月，中鼎股份已经连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日，收盘价不低于当期的转股价 130%，触发了可转债募集说明书中的强赎约定。此时公司发布公告，声明不提前赎回该可转债，该可转债随即进行了第二波上涨。9 月该转债达到了 177 元左右，后逐步进行回落，触发了复式折扣法。经过计算及价格监控，复式折扣法分别可以在 164 元、165 元、144 元、137 元进行了卖出操作，而后价格回落到 132 元左右，又上冲到 180 元、190 元、220 元左右，最高在 2021 年 11 月 30 日达到了 240 元左右。由于价格变动较多，此轮上涨再一次触发了复式折扣法，可以继续部分卖出，但由于价格未低于建仓线，因此不能对其进行加仓操作。2021 年 12 月 10 日，由于该股票又一次触发了赎回条款，公司发布公告表示不准备提前赎回该支可转债，转债随即继续迎来了上涨。直至 2022 年的 1 月 24 日，公司发布公告，宣布提前赎回该支可转债。2022 年的 2 月 8 日，最终该转债以 175 元的交易价格退出了历史舞台。中鼎转 2 的存续期间不到三年，波动幅度却非常大，这是由于该支转债在存续期间内站在了疫情的风口之上，被市场热炒所致。就三线复式投资法而言，我们有以下的体会：是否公告强赎与是否进行三线复式操作没有必然联系。有些转债看起来碌碌无为，表现平平，一旦踩到了风口之上成为热点，价格连续性的上涨是非常有可能的。曾经跌破面值的中鼎转 2 也能达到 200 多元的价格，相信是很多投资

者没有想到的。三线复式投资法对于可转债的未来是不做预测的。但背靠可转债利息的保本策略不动摇，就免费获得了一张向上看的期权。而当中鼎转债遇到机会后，公司也适时的发布了两次不强赎的公告，助力了可转债价格的上涨，为可转债投资者的获利提供了有利条件。总体来看，三线复式投资法的投资策略已经尽可能的规避掉了那些不重要不必要的投资因素，为我们找到了一条简单直接的投资道路。

第四节：追随者千千万，我只在幽静的地方等你——东财转 3

东财转 3 是由东方财富信息股份有限公司发行的一只可转债，东方财富这支股票的总市值达到了 3,019 亿元，是比较大的上市公司，该公司属于民营企业，主要从事的是证券服务及其相关业务，由于该公司主要从事业务关注度较高波动性较强，因此该支可转债在申购期就受到了广大投资者的重点关注。2017 年 12 月 20 日，该公司发行了 46.5 亿元的可转债。经过研判，我们认为该支股票弹性非常好，安全性也有所保证。因此对该支股票设定的三线大致为 107 元，100 元和 90 元。三线价格相距的比较大，这也是我们为它弹性比较大的特点而刻意准备的。2018 年的 1 月 29 日，该转债上市最高达到了 126 元，最低 121 元，并没有为投资者提供太好的投资机会。而在 2018 年的 2 月 9 日，该可转债最低达到了 109 元左右，随即该支可转债进入了我们的监控范围，并试探性的对其进行了买入。后在 2018 年的 5 月，该支可转债来到了 130 元左右的价格，但并未坚持太久。复式操作法正式开始实施。2018 年的 9 月，转债价格低于 109 元，我们选择了再次买入。后该支可转债在 2019 年的 2 月左右，达到了 140 元，150 元、180 元等等高位，最高价为 201 元。复式折扣法对其进行了卖出的操作，有比较大的收益。2019 年 3 月该支股票连续 30 个交易日中的 15 个交易日收盘价格不低于当期转股价格的 130%，满足了强赎条件。公司发布了强赎公告，该支股票随即开启了退市流程，而后价格逐步走低，

最终退出了历史舞台。东财转债是一只关注度非常高的转债，因为东方财富相继发行了 3 只可转债，分别是东财转债，东财转债 2，东财转债 3，由于前两只转债的运行情况都比较好，为投资者带来了不小收益，因此东财转 3 在上市之初就非常受到投资者们的广泛关注，价格也一直是高居不下。但大家可以看到，东财转债即便是在受到投资者关注的前提下，依然有三线复式投资法买入和卖出的机会，只是需要投资者耐心的对买入的时机进行等待，这也为很多投资者提供了一个很好的教材，并不是价格不能达到我们预设的三线买入价格水平，而是很多投资者并不愿意耐心等待这些投资机会的出现。而即便是东财转 3 这样的明星的转债，也都有三线买入上车的机会，已经说明了等待的意义。因此这个案例能够给大家的启发是在买入端，三线买入需要投资者冷静等待出手的时机，而不是主动预测市场的走势主动出击。

第五节：苦难与开心我们一起度过——天目转债

天目湖转债是由江苏天目湖旅游股份有限公司发行的可转债，上市公司总市值为 43.78 亿元，此次发行转债总额为 3 亿元，应该说天目转债是可转债市场中一个比较小的可转债。天目湖这家公司主要经营的业务是景区的旅游开发管理和经营工作。在分析了上市公司的主营业务及特点后，我们认为天目转债总发行量较小，但公司掌握了优质的旅游资源，有自己的业务护

城河算得上是一只具有特点的可转债。天目转债的发行日期值得一提，是 2020 年 3 月 16 日，上市之后就迎来了新冠疫情，整个旅游业陷入了衰退。在分析了整个行业形势后，我们认为一旦疫情有所缓解，将有机会进行报复性的反弹。加之可转债在波动性上的特点，公司又可以以下调转股价的方式重新激活可转债活性，因此我们认为这只可转债在后续的运行期中可能会有比较不错的表现机会。在三线的设定上我们大胆给出了一个相对比较高的三线设定，分别是 110 元，109 元和 102 元。应该说这三个价格与可转债三线的平均值对比都是相对比较高的。2020 年 3 月 16 日天目转债正式上市交易，开盘价格 118 元，最高 127 元，最终收于 121 元左右。从第一天的交易数据来看，看来并不是我们对它比较看好，根据交易数据来看，对它看好的人也不在少数，即使正股遭遇了下跌，但可转债依然还是比较坚挺的。2020 年的 5 月 22 日，随着疫情的打击，价格终于下到了最低 111.4 元左右，我们开始尝试对该支可转债进行了买入操作。2020 年的 7 月，该支可转债以最高 145 元的价格冲上了强赎价格线，也引发了我们对该可转债的复式操作。2020 年的 7 月 15 日，该支可转债最高达到了 150 元，短短的 2 个月左右，该支可转债的价格就冲上 130，总体的收益率比较可观。2021 年 1 月至 4 月天目转债又迎来了已买入与复式折扣法卖出的机会。此次行情与前面讲到的行情类似，在此不在赘述。2021 年的 4 月 2 日，江苏天目湖旅游股份有限公司发布

了强赎公告。由于该支股票的股价已经满足了强赎要求，公司决定对该支可转债进行赎回。2021年5月18日是该可转债的最后的交易日，该支可转债最后以100.18元退出历史舞台。

回顾天目湖可转债的整个存续期，有两个比较好的买入机会和卖出机会。三线复式投资法做到了一鱼两吃，价格的逐步回落也对复式卖出方法比较友好。虽然整体来看，这支可转债的绝对价格并不高，但由于低价和高价出现的时间间隔并不是很长，年化收益率其实并不低，而它整个持续期只有14个多月，也体现了可转债投资波动性优于股市的重要特点。三线复制投资法在整个投资过程中，并没有去过分地关注可转债是否在转股期内，而是集中精力关注于价格，能够很好的过滤掉转股期对于投资者的干扰，对于投资者来说是比较友好的。通过这个案例，大家应该能够明白，三线复式投资法适应的场景要远远大于买入，长期持有择机转化为股票这样的古板操作。

第六节：当明星遭遇热炒——千禾转债

千禾转债的发行公司是千和味业食品有限公司，千禾味业这家公司，应该说在食品调料领域是一家驰名公司，相信很多人都听说过他家的产品。一般这样的明星企业，打新都比较困难，中签都能有所收益，价格进入三线的机会都比较渺茫，让我们来看看千禾转债的故事。千禾转债的发行日期是2018年的6月20日，上市日期是2018年的7月10日，总的发行金额是3.5亿元，应该说发行的量并不是很大。经过研判之后，我们对千禾转债制定的三线为是

101.8, 95.8 和 87.3, 这三个价格应该说在整体三线价格中是中等偏下的水平。2018 年的 7 月 10 日, 这只可转债开盘达到了 97.5 元, 收盘 98.87 元, 开盘进入了建仓线, 可以对其适当的进行买入。此后的一段时间内, 千禾转债并没有太好的表现, 在 8 月 20 日, 千禾转债最低价来到了 95.6 元, 跌破了加仓线, 投资者开始进行第二次的买入操作。2018 年的 10 月 19 日, 千禾转债曾经达到了 89.97 元的历史最低点, 此后的价格便逐步的回升起来。2019 年 4 月 8 日, 价格来到了 110 元附近。千禾转之所以有这样的表现和当时的市场环境是分不开的。2018 年年底到 2019 年年初这端时间市场的估值水平是相对比较低的, 当时的市场经历了长时间的下跌, 逐步来到了一个阶段性的低点。千禾味业这家公司的股价, 在当时的表现也并不抢眼。在 2019 年的 6 月 16 日, 千禾味业晚间发布公告, 公司拟以现金分期支付的方式, 收购恒康调味品厂资产以及恒康酱醋 100% 股权。此后千禾转债价格一路上涨, 2019 年 7 月 1 日涨幅达到了 10.04%, 最终价格来到了 129.74 元, 距离强赎价格线 130 元仅仅一步之遥, 但并未触发复式折扣法, 因此我们也并没有对其进行任何操作。2019 年的 7 月 3 日, 价格来到了 145 元, 因为上涨比较迅猛, 获利盘开始了结, 价格有所下跌, 此后价格一直在 140 元左右进行波动, 复式折扣法在此期间有一定的减仓操作。2020 年的 4 月 15 日收盘价格来到了 143.66 元, 因为连续的上涨已经触发了千禾味业在发行公告中的强赎

条款。公司于 2020 年的 4 月 8 日审议通过了提前赎回千禾转债的议案，决定行使提前赎回的权利，2020 年的 5 月 11 日，千禾转债溢价率是 0.4%，属于一个比较合理的水平。2020 年的 5 月 20 日，千禾转债的价格来到了 180.97 元，盘中最高到 207 元左右，但转债溢价率却上升到了 5.7%，应该说这样的溢价率在已经发布强赎公告的前提下，不是很常见。2020 年的 5 月 27 日，最高价格来到了 252 元，也是整个千禾转债运行期间的最高点，而它的转股溢价率也来到了 11.03%。如此高的溢价率在已经发布强赎公告的前提下，还能长期存在，只能认为该转债有被热炒的嫌疑。2020 年的 5 月 28 日，最后交易日来到了，转债的收盘价格来到了 202.82 元，千禾转债结束了自己的运行。千禾转债的整体的运行过程上来看，其发布强赎公告前的过程并没有什么可以过多评价的地方。从整个存续期的极值来看，89 元的最低价格和最高 252 元的价格虽然形成了一定的落差，但最高价如此之高并不是因为千禾转债的股价上升速度，而是因为千禾转债在发布了强赎公告后，遭遇了热钱炒作所致。在最后的交易日期，可转债将价格定位在 202.82 元，但由于该转债的转股价值有限，选择将可转债转换成股票的投资者，则会迎来亏损。随着可转债发行数量的不断增多，高价、高溢价的双高转债遭遇热炒已经多次上演，三线复式投资法为投资者尽可能的精简了指标，希望投资者在投资过程中充分意识到安全性与波动性的特点，避免参与炒作行为，而是在价格

高处利用复式折扣法卖出持仓将自己的收益落袋为安。第七节：
我含泪目送你离开，但我也有我的坚持——桃李转债桃李转债
是由桃李面包股份有限公司公开发行的可转换公司债券，它的
上市日期为 2019 年的 10 月 15 日，最后交易日期为 2020 年的
9 月 17 日，总的发行金额为 10 亿元，是一个相对中型的可转
债，而桃李面包股份有限公司也是一家知名企业。经过充分的
调研分析，我们为桃李转债设定的三线为 110 元，104.08 元和
97.73 元。桃李面包这家公司的安全性、波动性都是比较高的，
也是一家驰名公司，考虑到它的转债价格由于公司业绩因素不
会有大幅下跌，因此我们将三线的价格定的也比相对较高。
2019 年 10 月 15 日套利转账首日上市价格为 114 元，收盘价格
为 119 元，没有任何投资机会。2020 年的 2 月 3 日开盘价格是
110.88 元，最低达到了 105 元，存在着一定的建仓机会，但这
一价格也是桃李转债的存续期间内的最低价格。2020 年的 7
月 13 日，开盘价格到了 131 元，该可转债从此进入了复式监
测阶段。2020 年 9 月 5 日，公司由于桃李转债，已经满足了强
赎条款，公司发布了桃李转债提前赎回的公告。2020 年 9 月 7
日，受到强赎公告的影响，桃李转债当日下跌了 10.83%，价格
是 122.22 元。2020 年 9 月 17 日最后的交易日，开盘价格为
120 元，收盘价格是 119 元。桃李转债结束了自己的运行。桃
李转债是一只运行了仅一年的可转债，受到 2020 年 2 月市场
大跌的影响，转债出现盘中跌破建仓线的时间非常短暂，普通

的投资者很难抓住机会去进行建仓，更没有提供建仓加仓机会。由于建仓机会有限，复式卖出的机会也无从谈起。桃李转债的案例告诉我们，三线复制投资法并不会对市场中所有的可转债形成投资机会，这是一定的，很多可转债由于被众多投资者看好，价格没有机会来到建仓线以内。而即便是这样，投资者也不应该选择主动出击的方式对可转债进行投资，应该坚守三线进行埋伏打击。我们很看好的可转债，很可能其他投资者也会看好。其他投资者愿意为了这些被看好的可转债而付出溢价。我们作为三线复式投资法的投资者，尽量不要去这样做。如果投资机会没有来到，投资者最好的策略就是等待。桃李转债早已随风飘过，但如果大家如果明白了这个道理，也不枉我们为它付出的那些等待。

第八节总结

以上内容便是三线复式投资法在近期的可转债市场中的一些操作案例。我们在为大家挑选这些案例并梳理前后逻辑关系的时候花费了大量时间和心血，然而，在梳理这些案例的过程中，我们自己也有了很多新的收获。可见，温故而知新，投资市场虽然伴随着无限的未知，但很多未知的答案却也藏在过往的细节之中。为大家挑选的这些操作案例，是希望大家能够対三线复式投资法的操作有一个实战层面的理解。当然市场的情况是多变的，三线复式投资法是相对静态的，我们并不认为这是三

线复式投资法的弱点，恰恰是因为这种静态，能够让用户在瞬息万变的市场中静下心来关注重点，从而取得不错的投资成绩，这主要依靠于可转债市场本身的属性特点，以及我们为其量身定制的投资体系。这样的投资体系经历了市场 10 多年的检验，并证明了其有效性和真实性，希望大家能够从我们为大家精心挑选的案例中有所收获。

第九章：可转债打新

第一节：什么是可转债打新

这一章我们来聊聊可转债打新，可转债打新是一个比较热门的话题，据最新统计，大约有上千万个账户在从事可转债打新操作。那么可转债打新具体应该如何操作？打新都有哪些关注点和注意事项？下面，我们来讨论一下可转债的诞生首先，让我们来聊聊一个可转债的诞生需要哪些步骤。一个可转债从公司内部提议到最终上市交易需要经历 8 个步骤 1、可转债发行公司通过董事会的公告发行预案，2、可转债发行公司内部通过董事会，股东大会的批准，3、证监会受理申请，4、发审委审核通过并获取审核批文，5、发布可转债发行公告 6、申购日 申购 7、中签缴款 8、可转债上市在这 8 个步骤中每一步都可能经理几十天的审核期，在这几十天的审核期中，我们投资者则需要对最新动向进行关注，但对于一个专注于可转债打新的投资者来讲，发布可转债发行公告以后的几步尤为关键。可转债发行公告之后，基本上发行已成定局，长期投资者就可以去根据公告中的条款信息对这个可转债进行基础信息分析，结合股票资质和安全性、波动性等信息进行综合判断。如果这只可转债值得长期投资，则会进行申购。并关注申购日的具体日期，在申购日提出申购申请。什么是抢权申购近些年来，由于某些

可转债投资者对可转债打新非常看好，也有些投资者铤而走险购买可转债发行公司的股票，在股东登记日（一般为申购日的前一个交易日）登记股东身份，从而利用股东身份进行配债以确保自己以 100 元的价格获得相应数量的可转债。需要说明的是配债权利是可转债发行公司赋予股东的一项权利。使得股东可以通过配债操作直接以票面价格购买可转债。那么为什么说可转债投资者参与配债是铤而走险的操作呢？这是因为，可转债投资者除了需要承担可转债上市波动的风险，还需要承担至少 2 个交易日股票波动风险。无论从风险的数量还是风险的种类上都有所增加。而这一切都需要可转债上市走高来承担，这无疑增加了可转债打新的成本和风险。是否值得操作，需要每一个可转债投资者根据自身的风险承受能力来具体衡量。具体到每个可转债，审核的时间都有着比较大的差距。一般来说股东大会公告日到发审委通过之间通常会消耗比较多的时间，这一阶段的股价波动也最大。董事会公告预案到股东大会公告的耗时以及证监会核准到发布公告之间的耗时相对较短，波动也比较小。在这里，我们也为大家精心准备统计数据，可转债的各个节点，平均时间各有不同。时间的背后是转发在发行中的风险，这其中包括价格变动风险和发行风险。需要提醒大家注意的是，以上数据仅仅是平均天数，某些可转债在从股东大会到发审委通过持续了 552 天，因此希望大家注意，以上列出的时间只是一个平均数据，具体情况仍有可能存在较大变化。

具体的发行环节分为网上申购和网下申购这两个环节。网下申购环节因为目前只是对公司账户进行开放，因此关注度较低。个人投资者较少能够参与，有些个人投资者出于一部分原因会注册公司进行网下申购，但个人投资者维护一个这样的账户来进行网下申购的成本也是相对比较高的，这里我们就不做详细介绍。对于个人投资者来讲，大部分投资者只需要关注网上申购就可以了。

第二节：可转债打新所涉及的政策规定

下面我们来聊聊可转债打新的规则。可转债打新和普通的股票打新有着些许不同，普通股票打新，需要一些前置条件，例如：投资者需要在沪市、深市两个市场中持有一定数量的股票作为底仓才能够申请在对应市场进行新股申购。2022年8月1日前，可转债打新对投资者的账户属性、账户余额均没有要求，简单说，2022年8月1日前一个刚刚开立的新账户，也可以参与可转债打新，可以说，政策对可转债来说已经是非常友好了，没有为可转债打新设定任何门槛。然而在2022年8月1日以后，沪深两市对可转债交易和申购进行了门槛设定，以下2个条件同时满足后，方可进行可转债申购和交易。条件一、参与证券交易24个月以上，也就是2年以上。条件二、申请开通前的20个交易日（大概相当于30个自然日），证券账户及资金账户内的资金资产日均不低于人民币10万元，同时满足这2个

条件后，方可提交可转债申购、交易申请。应该说，这两个条件的设定的对可转债的投资有一定的抑制作用，但其真正的目的在我看来，则是规范可转债市场长期健康发展。因为可转债市场在很长时间以来，由于政策的推动和收益率诱惑，驱动很多投资者进入这个市场进行打新操作。现在对可转债投资设定门槛，抑制了一部分投资者的盲目冲动却又为可转债市场留下了经验丰富的投资者，对于可转债市场的长期稳定发展，是一件利大于弊的好事。应该说可转债投资门槛的设立，也标志着可转债市场的发展已经从婴儿期逐步走向成熟。小贴士近些年来有些投资者为了提高可转债的打新的成功率。使用家人、朋友的账户进行打新。这里我要提示一下大家，2021 年的下半年监管部门已经出具了明确的规定，不得借用它人的账户进行投资。2021 年的 12 月监管部门也对借用它人账户进行投资操作的投资者进行了处罚。因此提醒大家，可转债打新虽然目前来看大概率是赚钱的，但是还是请大家仅以自己的投资账户使用为好。

第三节：可转债打新的价格预测与计算

那么如何来预测一个可转债的上市价格呢？预测了可转债的上市价格，就可以对可转债上市后的卖出价位做一个大致的估算，估算结果将直接决定投资者的卖出价格，因此，合理的对可转债上市价格进行估算可以让可转债打新投资者的投资变得更加轻松。可转债上市价格预测有一个比较简单的方法，就是通过同行业可转债转股价值、评级、溢价率情况进行类比来进行判断。这就好比是我们为好朋友挑选衣服的时候，好朋友恰好不在身边，这时就可以选一个胖瘦高矮与目标人差不多的人，拿衣服和他进行对比一样。举例说明，市场将要发行一个银行可转债，我就可以在已经发行的可转债中找到 3 个银行可转债，将它们的价格、转股价值、溢价率进行平均，计算出一个平均值后，再套用到未发行的可转债身上，就可以计算出未上市的可转债发行价格区间，有了这个可转债发行价格区间，将会对我们合理对卖出中签可转债提供有效参考。需要提醒大家的是，可转债打新，卖出的时机和价格非常重要。尽量、尽快在计算出的价格左右进行卖出。因为可转债打新是一种短期投资，因此如果是单纯以打新为目的获得的可转债，切忌长期持有，上市首日卖出为好。可转债打新收益的产生原理下面，我们给大家详细分析一下转债打新的收益是如何产生的。我想这是一个可能大家都比较关注的一个方面问题。转债打新从过

去一两年的情况来看，除了个别的债券发行的时候跌破了发行价以外，大多数可转债在发行的过程中还是能够赚取些许收益的。弄清可转债打新为什么赚钱，对可转债打新投资者来讲具有非常重要的意义。可转债在申购结束后到最终发行上市之间可能会有一定的股价的波动，这个波动的风险是需要投资者自己来承担的。有时候波动并没有向我们所期待的方向前进，因此。投资者也有可能会有部分的损失。这一部分波动将会出现了三种情况。第一种情况是投资者可能都比较愿意去看到的，也就是股价的价格上行，在这个时候根据可转债定价模型之二，上市价格很可能会高于 100 元，只要溢价率大于 0%，投资者将会获利，。一般来说此时转债将会得到一个相对比较低的转股溢价率，但是由于可转债本身价格已经根据定价模型计算后超过了 100 元，因此即使溢价率不高，转债上市的价格也会超过 100 元的申购价格。也就是说，参与打新的投资者将会获得正收益。第二种情况就是正股的价格比较持平，这个时候，上市转债的正股的价格和转股价格基本持平，接近或者无限接近 100 元，这个时候由于一般情况下可转债都存在一定的转股溢价率，由于溢价率的加持，再叠加 100 元的票面的价值，投资者依然有盈利的可能性，投资者依然可以取得正向收益，只是数值比较有限。第三种情况就是投资者都不愿意看到的正股的价格下行，这种情况如果正股下行的幅度大于市场给予可转债的溢价率，投资者参与打新就有可能遭受损失。但如果上市的

可转债在叠加转股溢价率后，使得转债市场价格超过了 100 元，参与打新依然可以获得增加收益。一般来说，上市可转债的价格都将会围绕 100 元进行波动，尤其是在上市前期股价下跌使得可转债价格在不叠加溢价率因素时小于 100 元，溢价率将会变得非常坚挺甚至高于同行业可转债平均溢价率水平，使得该可转债的上市价格依旧很有可能高于 100 元。而且，当可转债上市后，如果市场对该可转债的预期较好或近期可转债市场整体估值水平较高等原因，都有可能将该可转债价格推高至 100 元上方，打新投资者依旧有获利空间。由此可见，只有在转债发行公司股价的发行上市准备期间中出现了比较大的调整，以至于转股价值叠加溢价率无法达到 100 元时，可转债打新投资者才将会面临亏损。而当整个市场处于下行区间时，可转债的发行压力也会比较大，市场的整体下行风险会增加打新投资风险。但如果整体市场在低估值的区间或运行比较平稳，留给正股下行的区间也会比较有限。综上所述可转债打新投资者能够获取收益的概率还是比较大的。打新的投资者可能需要注意的是。市场预期低迷或者对应股票向下波动的预期比较强烈时。投资者可能存在不能获利的可能性。有一点需要投资者特别注意，可转债的上市日是非常关键的。它是打新投资者的重要获利了结的机会。也正是因为这个原因，可转债在上市日往往会迎来交易量高峰，买卖双方会通过在这个时间点对可转债进行交易来兑换自己的筹码，表明自己对未来市场的看法，

如果您对这个可转债的长期前景充满信心，在这一天买入也是一个不错的选择。风险揭示某些投资者因为种种原因在中签后未正常进行缴款，根据规定，如果半年内累计三次中签未缴款，从下一交易日期，在接下来的6个月时间内同一投资者名下的所有账户均不能够参与新债申购。因此请大家慎重对可转债打新进行决策。当您做出了打新决定之后，尽量避免中签不缴款的情况出现，避免因多次违约不缴款而降低自己的信用。打新的意义最后来说一下可转债打新的意义。对我个人来讲，可转债打新的意义其实并不是很大，主要原因在于一个普通的投资者中签数量是非常有限的，长期持有少量可转债，对于个人投资账户的总体收益贡献其实非常有限。因此，如果您是一个长期可转债投资者，最好的买入策略是在可转债的上市以后，根据适宜的市场价格收集筹码，而不是利用可转债打新这样的方式进行买入。但正如很多可转债投资者目前的看法一样，如果可转债打新盈利概率较大，普通投资者也可利用可转债打新来赚一些小钱，实现收益。

第十章：转债投资 Q&A

可转债是一个设计非常复杂的产品，投资过程中，不可避免的会遇到一些投资疑问，因此我们特意为大家总结了近些年可转债投资中的一些常见问题，以问答的形式向大家提供。我们也将“安道林泉”公众号中定期更新问题列表，欢迎大家的关注。

问题 1：还有一年到期的可转债是否值得潜伏？

答：无论可转债还有多长时间到期，评价可转债的基本框架都不会改变。永远都是安全与弹性这 2 个维度。很多投资者愿意去投资还有一年到期的可转债，原因在于它认为还有一年到期的可转债发行公司转股动机将会更加强烈，这个时候投资，收益率可能会相对较好，资金占用时间也相对较低。但转股动力属于主观因素，不可预知。客观的评价可转债依然要从可转债的安全性和弹性出发。可转债与股票之间的不同在于可转债有自己的存续期，而股票可以接近无限的延续下去。可转债在存续期末期面临着种种压力虽然看似是一个不错的机会，但从其本质出发，依然存在着很大变数。而近些年来也有不少可转债以纯债的方式结束运行，为投资者们上了生动的一课。在此我提示投资者，可转债投资切勿高于安全价格，以纯债收益为保底收益进行投资才能有效保护本金。盲目追高，特别是在可转

债存续期末期进行追高将很有可能事倍功半。

问题 2:可转债发行公司提供了回售机会,是否应该参与?

答:是否参与回售,需要依靠可转债持有人对可转债未来走势的总体判断。近些年来有一些可转债在运行中触及了回售条款,使得投资者提前拥有了退出的选项。在经历回售后,有些可转债正常到期结束,也有一些可转债后期走出了相对凌厉的走势。我认为市场是瞬息万变的,未来不可预知,且无迹可寻。回售对于可转债发行公司来说,是需要尽量避免的。因为回售选项的提供,需要可转债发行公司筹备充足资金应对债券赎回,也消除了部分债券强赎变为公司股票增发的可能性。可转债发行条款中提供的回售条款,本质上是对投资者的一种保护。因此投资者可以从自身对该可转债的期望出发,自行判断是否提前退出或部分减仓。总结一下,退出与否,在我看来,只要不亏损,即是胜利。

问题 3: 如何查询可转债十大持有人?

转债十大持有人的数据有什么意义?答:可转债十大持有人可以通过股票交易软件中的基础资料(F10 功能)进行查询。我们认为无论可转债被哪些人持有,它的总体投资框架是没有改变的。但还请各位投资者注意,在可转债运行的各个阶段,各

方利益有所不同，因此，请各位投资者一定注意价格变化后，各方利益变化情况并基于价格对买卖进行具体研判。

问题 4：如何通过溢价率对可转债进行投资？

答：如果您喜欢可转债，希望使用三线复式法对可转债进行投资，那么溢价率指标就基本没有参考意义。三线复式投资法理念基于可转债定价模型的第一种模型，而溢价率则属于可转债定价模型的第二种模型。在三线复式投资框架中，已经对可转债的各项指标进行了精简。我们对指标的精简初衷就是为了使投资者从纷繁复杂的可转债投资指标中抓住重点，从而更快更加精准地进行投资。既然三线复式投资法属于可转债定价模型中的第一类模型，那么就并不需要考虑溢价率对可转债投资的实际应用意义。

问题 5：如果没有牛市，可转债的世界将会怎么样？

答：可转债的世界与股票世界有着完全不同的波动节奏，这一点我们已经在前面的章节中对大家进行了说明，在此不再详述。但可转债即使没有牛市支持，由于可转债条款的设定有着自己独特的顶和底，因此可转债即使在没有牛市推动的前提下，也可以由于市场局部走强而造成很多投资获益机会。可转债投资并不完全依靠于整体市场的牛市，这也是可转债投资者的主要优势之一。

问题 6：长时间无法买入标的，有什么好的办法吗？

答：在过往投资过程中，我们确实经历过长时间无法买入标的的情况，作为一个合格的投资者，标准操作一定是等待合格的可转债标的进入我们的投资伏击圈才能进行投资。投资者在寻找猎物时需要像猎人一样，要懂得等待，也要在机会出现时表现出自己的果断。好在三线复式投资法已经事先对每个可转债进行了三线价格的设定，投资者只要机械的执行到价买卖即可。

问题 7：可转债指标这么多，如何精简找到关键指标进行投资？

答：三线复式投资法的投资框架在设计时已经考虑了这个问题。为了大家能够在不计其数的可转债指标中找到关键性指标，我们结合多年可转债投资实战经验将可转债质地的考量最终简化为了 2 个维度，即安全与弹性。所有可转债指标的挑选均要围绕这 2 个结论进行展开，而具体指标的挑选思路，我们已经在前面的章节中进行了介绍。在此提示大家，可转债与股票投资有着本质的不同。作为债类投资品，可转债投资需要投资者甄别发行公司的还款能力，而在股票投资中，还款能力则无需考量。

问题 8：什么是好的可转债，什么是坏的可转债？

答：长期的投资经验告诉我们，投资者真的很难确定什么是好的投资可转债，什么是坏的可转债。在这一方面我们也曾经有过许多失败的教训。曾经被看好的转债收益反而并不如并不被看好的可转债。因此也许如何确定的去评价什么是好的可转债很一件困难的事情。很多时候只要是人类思想的参与，就会有判断错误的产生，而判断错误则会造成投资失误。因此与其说投资者纠结于好转债还是坏转债的问题，不如说投资者真正纠结的是如何尽量的规避到人性干扰判断的问题。而之所以利用三线复式投资法进行投资，也正是希望用这样的投资框架尽量规避人性对可转债质地的主观偏见。投资者真正能够逃离问题可转债的方式只能是分散持仓赚取平均收益。

问题 9：有没有办法避免购买到有问题的可转债？

答：在我个人看来完全避免问题可转债是意见很难做到的事情。可转债发行公司的负面消息是无法预知的。这也是投资的魅力所在。通常当可转债发行公司面临困境或股价下跌较多时，可转债的价格也都会相对较低。这时投资者几乎无法确定可转债发行公司是真正发生了基本面改变，还是只是遇到了短期的困境。因此投资者只能通过分散持仓的方式来分散风险，除此以外，别无他法。

问题 10：转债投资如何能跑赢沪深 300？

答：转债投资与沪深 300 的投资节奏不同，具体内容已经在上面的章节中进行了阐述，在此不在详述。转债投资在一段时间内能够跑赢沪深 300，有时则不行，这是因为可转债的投资周期与股票完全不同。是否跑赢取决于整个市场的波动规律和周期规律。而转债作为一个债券类投资品与沪深 300 并没有太多的可比性。实际上转债收益能够与沪深 300 收益率放在一起进行比较，已经是债券类投资品的一种胜利。

问题 11：因为各种原因错过了一些可转债怎么办？

答：可转债市场经历了大的扩容之后，投资者并不会再去苦等一只可转债进入自己的伏击圈，而是有了更多的选择。在拥有更多选择的前提下，投资者可以利用分散持仓的方式分散持有可转债，而随着可转债市场的波动，相信不会太久就会有一些可转债进入我们预先设定的伏击圈。要相信自己，您会发现当机会来临的那一刻，所有的等待都是值得的。

问题 12：不想深入研究可转债发行公司有没有适合的策略可以执行？

答：在三线复式投资法介绍中，我们已经对可转债的分散持仓方法进行了详细讲解，其中机械分散、指数分散都是不研究的策略类型，常识分散和极度分散也都可以不深入的对公司进行研究，极简参数分散更是不必多说。我想这都是非常适合可转

债投资者偷懒的策略。而对于投资者来讲，一个投资者深入地研究几百家公司并不是一个非常实际的想法，因此投资者可以利用这些策略做到分散持仓，或集中研究一些值得深研的可转债，以便可以降低自己的投资门槛。

问题 13：大转债安全的波动性差，小转债不安全的波动性好，选择哪一种好？

答：我个人认为大市值转债相对于小市值转债确实比较安全，这主要是由于转债发行公司的市值决定的。但波动性上可能和大家的认知有所不同。绝大多数情况下大转债的波动相对较小，但只要行情允许大市值转债依然可以交出一份靓丽的成绩单。投资者在投资转债时不要过分考虑转债发行公司市值过大带来的负面影响。而实际上安全性高是大市值转债的优势所在，毕竟鱼与熊掌不可兼得，因此请大家综合考虑可转债的各项基础指标进行综合研判。不用过分纠结于 1-2 个基础指标。

问题 14：EB 可交换债值得关注吗？

答：简单来说发行 EB 也就是可交换债其发行的主要目的是为了减持，主动性基本说不上，整个产品随波逐流的特点比较明显。一旦关联的标的有了起色，可以换股兑现收益。如果关联的标的总是不温不火的状态，那么发行公司的想法和动力也不多。加之条款不如可转债（简称：CB）优越。所以从发行的数

量上来看，远远小于可转债，市场热度、交易量也都不够好。因此不太建议可转债投资者关注 EB。但 EB 其实也是可以用三线复式投资法进行评价的。只要价格合适，标的具有吸引力 EB 投资也会有很好的收益。

问题 15：参与可转债回售，应该注意什么？

答：提供回售选项是可转债发行公司面向投资者提供的保障性条款。关于可转债回售，请投资者注意以下 3 点：1、某些可转债发行公司，例如银行、租赁等行业在条款中没有提供回售选项，请投资者请一定在投资可转债前仔细阅读可转债发行公告，做到心中有数。2、回售前请确认可转债发行公司的现金储备情况。可转债面临回售势必对可转债发行公司的现金储备是一个挑战。如果没有准备足够多的现金，可转债发行公司可能无法顺利应对大量可转债回售申请。由于可能参与可转债回售的投资者较多，越是现金储备不足的发行公司越有可能产生挤兑效应，造成可转债回售实际执行困难。3、可转债即将回售时或完成回售后，也请投资者者密切注意可转债剩余份额变动情况。如可转债未转股余额不足 3,000 万元将触发有条件赎回条款，可转债可能提前结束自己的运行。

问题 16：新规以后强赎的操作有哪些变化？

答：新规实施后，所有的可转债发行方需在满足强赎条件后发布公告，明确表达公司方面是否决定对可转债进行强赎。同时在公告内容中，对于后续再触发强赎的，很多可转债发行公司也承诺在一定时间内不展开强赎，时间为 3 个月到 6 个月不等。

问题 17：即将触发强赎的可转债将有哪些表现？

答：可转债在触发强赎后，需要发行公司通过公告的方式来阐明自己的立场，因此在正股价格接近强赎价的时候，可转债溢价率将会逐渐消失，波动幅度将逐步趋近于正股。所以在可转债即将发生强赎时，它的价格走势与未强赎时存在着明显的差异，尤其是当可转债公司发布了强赎公告之后，可转债价格将在短期内发生强烈波动，这是由于可转债抛压增大、可转债运行时间缩短等双重因素作用决定的。而如果公司发布了不强赎或放弃强赎公告，可转债则有可能应声的上涨，达到一个新的价格高峰。由于可转债发行方拥有决定可转债是否强赎的权利。因此在一定程度上其实也决定了可转债的价格波动走势。

问题 18：当可转债面临强赎的时候，发行人在考虑什么？

答：当可转债达到强赎标准之后，发行方主要有以下三点考虑，第一点是希望可转债能够尽量的转化成为公司增发的股票，从而为公司免除债务，降低负债率。第二点是转债的强赎对于正股有一定的抛售压力，公司需要考虑正股承受抛压的承载能力。第三点是如何继续保持可转债的市场热度，尤其是当可转债逐步转换为股票，可转债的余额将会逐步变少，剩余可转债是否能够全部转化为公司股票，从而以更高比例达到公司增发的目的。因此综上所述，当可转债发布强赎公告后，可转债投资者应择机尽快出售手中的只可转债获利了结。直接卖掉可转债的方式优于将可转债转股并抛售股票。

问题 19：可转债转股到底能转到多少股份在这里我给大家解释一下转股价到底是与股价的计算方式是怎

样的？

转股价可以帮助可转债投资者将可转债转化为公司股票，100元的一张的可转债到底能转换成多少股票？这里面有一个简单的公式，如果是100元一张的可转债，如果转股价为5元，这一个投资者它可以转股的数量就是 1×100 ，再除以5等于20，也就是一张100元的可转债可以转换20股转股价为5元的股票。将这个关系带入可转债实际投资，就可以计算出实际转换得到的股票数量了

问题 20：为什么有些公司会发布不强赎公告？

当可转债达到发行公告中所规定的强赎条件时，是否对该可转债进行强制赎回，是可转债发行公司的一种权利，可转债发行公司可以选择在发布强赎公告进行赎回，也可以选择发布不强赎公告继续运行该可转债。而根据最新的市场规定，可转债发行公司必须在可转债满足强赎条件时表明是否强赎的立场。并说明该决定的有效期限。如可转债发行公司决定对该可转债进行强赎，则必须设定该可转债的最后交易日期，该可转债的运行时间将会变短，投资者需在最后交易日前对持有可转债进行操作，如不进行操作，可转债将会根据强赎公告中的赎回价格进行赎回。如果公司发布了不强赎公告，应对不强制公告的有效日期进行规定，在有效日期之内该公司将不会再发布公告阐述对可转债强赎立场。那么为什么可转债满足了强赎条件，而有些公司选择了发布不强赎公告呢？主要原因有四点，一是不希望短期内的大量转股稀释股权，对股价产生冲击，二是，害怕股价下跌后的连锁反应使得转股操作遭遇阻碍，最终由于市场交易价格小于到期赎回价投资者选择到期赎回，增发股票的目的没有达成，反而变成了还债，得不偿失。三是，害怕到期赎回金额过大对公司财务产生压力。四是对自己公司的股价依然充满信心，认为可转债的价格可以继续上升，从而避免以上连锁反应的出现。综上所述以上 4 点，造成了可转债发行公司希望通过再让股价飞一会儿的方式使可转债价格来到一个相对更加安全的区域，到那时可转债发行公司再去宣布强赎可转

债将会促成更多的转股，也会对自己公司的股价起到一定的保护作用从而达到增发股票的目的。

问题 21 到期价值被设定的比较高利弊都有哪些？

到期价值较高，会造成可转债的纯债价值较高，使可转债的纯债价值变高。对发行方有几点好处，一是避免回售，只要是当前的市场交易价格高于回售价格，即使该可转债触发了回售条款，由于回售价格低于市场价格，因此很多投资者也不会参与回售，造成了可转债回售条款名存实亡的效果，从而为可转债发行公司规避了一些财务风险。二是，到期价值比较高，会间接的造成可转债上市之后的价格比较高，这也能够为参与配售可转债的股东创造利润。而可转债到期价值比较高的负面影响是如果该可转债到期正常结束，那么企业实际支付的成本会比较高，但因为可转债多数情况下会以强赎结束自己的运行。因此只要可转债能够强赎结束运行，到期价值的设定就没有实际意义。

问题 22：投资可转债哪些指标最为关键？

由于可转债是一种衍生品，因此算上股票、债券的指标，可转债相关联的指标估计有上百个，每个技术指标的设立都有自己的原因和使用价值。但如果从三线复式投资法的逻辑框架来看，其实这个问题很好回答。只需要找出能够表现可转债安全和弹

性的指标即可。因此，例如溢价率、PB 等等指标其实不能直接反应可转债安全性与弹性，作为三线复式投资法使用者，关注这些指标对投资的意义并不是很大。

问题 24：如果一只股票安全性非常高，那么放弃投资可转债而直接投资股票会是个好主意么？

这个问题确实是被投资者们提及比较多的问题之一。一些市值较大的上市公司，例如银行，由于公认安全性较高，很多投资者根据安全波动性模型设想，既然安全性没有任何问题，为什么不“进一步”直接投资者股票呢？我想这个问题表明了资者们没有意识到投资股票与投资可转债之间的制度区别，虽然投资标的的安全性没有问题，但投资可转债所拥有的一些优越条件，股票是没有的。例如可转债到期会结束的特性，如果投资股票长期被深套，解套是没有时间限制的，但投资可转债可以到期结束，同时可转债还可以通过下调转股价的方式重新估值，股票不可以。当然了并不是投资股票就没有任何优势，例如投资股票可以每年收获到股息，而可转债虽然有利息，但它的利息与股息相比还是相差比较大的。因此投资股票和投资可转债各有利弊，但总体来看投资可转债拥有的是债类的债类的特权，而投资股票则拥有的是股权，对应的是两种不同的权利。投资者需要在对这两种权利认识清晰的基础上做出理性判断。希望大家能够以上的回答中有所收获。

第十一章：写在最后的话

书写到这里已经接近尾声了，重要的内容、知识点在上面的内容中都向大家做了介绍，希望这本书能打开大家投资可转债世界的大门。我写书的初衷，是希望大家都能真正的走进可转债，了解可转债，最后投资可转债。希望在投资者的旅程中我们能结识到更多的朋友。投资在很多人看来都是一种零和的博弈，所谓零和博弈，一方的收益必然意味着另一方的损失。但可转债市场不是一个零和博弈市场，它很可能是唯一的一个正和博弈，即博弈双方的利益都有所增加，或至少是一方的利益增加。在这个市场里，每个参与者都能得到属于自己的收获。这也是我们向大家推荐可转债的根本原因，我相信只要大家真正去了解可转债，走进可转债的世界并不难，且都会有所收获。书稿我写了大概一年的时间，第一稿成文以后，我发给一些投资者朋友看过，有个很资深的老师对我说，这本书，立意新颖，从特殊的角度去阐述了可转债的特点，是市面上少见的书能够真正的深入剖析可转债投资理念的佳作。但很显然这本书不能完全将所有关于可转债的知识都涉及到，大家可以在“安道林泉”（[andaolinquan](#)）公众号关注我们的后续更新。您将可以参加我们的定期直播答疑活动，我们希望用这样的方式，为大家持续的提供可转债投资解答服务。以下我列出了自己的认为很重要的4个小问题作为最后的礼物送给各位读者，也算是做一个

小小的总结。1、什么是可转债？可转债是股票与债券的结合体，也正是由于这个原因，使它能够让我们非常轻松的进行投资。我认为本中讲到的两个估值体系对可转债投资有着很大的帮助作用，它甚至比三线复式投资法的具体讲解更有意义，掌握了债券估值的方式和转股价估值的方式，可以非常清晰的帮助您定位可转债的价值。2、如何进行可转债投资？很多人都是从打新开始了解可转债投资，打新是一个很好的切入点，但打新并不是最好的投资可转债方式，很多人参与打新却没有长期投资可转债，恰恰是因为他们不了解可转债的本质。这不是可转债投资者应有的样子。投资可转债最好的方式，是低位买入与高位卖出，具体的操作理念，我们已经在三线复式投资法中做了详细的介绍。在此不再详述。这本书主要在向您阐述一些投资理念，然而投资过程中很长的一部分时间其实是在等待。例如我们在持有可转债的过程中，很长一段时间里可转债的价格既不会高于130元，也不会低于100元。作为投资者我们只能持有并等待价格发生变化。因此买入后如何坚定的持有就是一个非常有意义的话题。但在策略层面上，投资者能做的，只是持有。这是对投资者心态的考验。持有的过程一定是无聊且漫长的，而这个过程是您作为投资者必须要承受的。3、可转债的投资地位在本书的开头部分我和大家分享了债券在投资者的投资组合中的重要地位。债券是投资组合中非常重要的组成部分。股债平衡是投资者预防风险最为有效的方法。当投资

者不得不去在投资组合中增加债券比例的时候，可转债就是一个非常好的选择，因此我认为每个投资者都需要去了解可转债，甚至都应该去投资可转债，这才是一个真正成熟的投资者应该去做的事情。应该说在我的心里可转债是最好的债券的投资品种。它进可攻退可守，堪称完美。4、做好投资的关键可能并不在于投资本身有一句话叫你永远挣不到你认知以外的钱，即便是挣到了，你也会还给这个市场。正所谓凭运气赢来的钱也会凭实力亏回去。所以我特别不希望大家抱着一夜暴富的心态去投资。投资者应该尽量增加自己的认知深度和广度，这样才能有效保护自己的资产。投资是对品性的一种考验，收益就是回报。当您的资产慢慢变多的时候，您就能意识到自己正走在正确的道路上。投资的路是漫长且稳步向前的，而不是一夜暴富的，这是我希望带给大家的一种感受。

可转债一定是这种稳步向前的投资，踏下心来认认真真的为自己规划一个可以达到的资产增长率目标是一件很有意义的事情。很多时候，往往是投资者对自己的资产增长有了一个很高的要求，才会铤而走险去做那些很危险的事情，进而导致了自己的资产不断下跌。我希望每一个投资者都能真正的在市场中享受到红利。我认为可转债的市场是没有敌人的，只要我们认真的去对待这个市场，只要我们以正确的方式去投资我们的资产，所有人都能得到应有的回报。

以上所有内容均为作者个人在投资活动中的经验总结，不构成

任何投资意见或建议，特此说明。

最后，所有的祝福都汇成一句话，希望您投资顺利。

我记得 10 多年前有一个叫越狱的美剧。弟弟在即将逃出监狱的时候转头和哥哥说了一句 see you on the other side。我也不知道如何精准的表达这句话的意思。那就翻译成，我在胜利的彼岸等您吧。感谢您的阅读，我们江湖再见。

特备声明：

版权所有 © [李晖]。未经许可，禁止转载、复制或以任何方式使用本作品。

本书仅为个人对与投资者可转债的理解阐述所用，所有内容不涉及投资建议，本人对因此造成的投资失误不承担任何责任。