

版本号：
cspy_ff_2024V1.0

生效日期：
2024年3月14日

联系人

肖上贤
xiaoshx@cspengyuan.com

刘伟强
liuwq@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

可交换债券评级方法

目 录

一、概述.....	2
（一）适用范围.....	2
（二）制定或修订说明.....	2
（三）基本假设.....	2
二、评级思路与框架	2
三、评级要素分析.....	3
（一）发行主体信用水平.....	3
（二）债券条款设置.....	3
（三）质押股票担保分析.....	5
四、评级方法的局限性	5

一、概述

（一）适用范围

可交换债券是指发行人（或称“发行主体”）通过质押其持有的上市公司或非上市公司股票（以下简称“标的股票”或“质押股票”）给托管机构进而发行的公司债券，债券持有人在将来的某个时期内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券交换获取发行人质押的标的股票。可交换债券实质上是一种内嵌期权的金融衍生品，是普通公司债券与期权的组合体，兼具有债券的安全性和股票的投资性双重特性，债券持有人有权选择将债券转换成标的股票，或持有到期收取本金和利息。

本评级方法适用于对可交换债券的信用评级，评估的是受评债券本息按期足额偿还的保障程度。

（二）制定或修订说明

中证鹏元依据《评级方法、模型的制定、检验测试和修订制度》的要求，对 2016 年 12 月 19 日生效的《可交换债券评级方法》（版本号：py_ff_2016V1.0）进行了审查与修订。本次所修订的评级方法已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

本次主要对公司名称与 LOGO 标识、原评级方法中的一些陈旧表述进行修订，增加了制定或修订说明及基本假设，未涉及评级方法核心内容的改动，因此本次评级方法的修订不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评对象评级结果产生影响。

（三）基本假设

假设金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化。

二、评级思路与框架

可交换债券的发行主体既是债券募集资金的使用者，又担负债券的还本付息义务，因此发行主体的信用水平直接影响到债券偿还的保障程度，是中证鹏元对可交换债券评级的最关键因素。

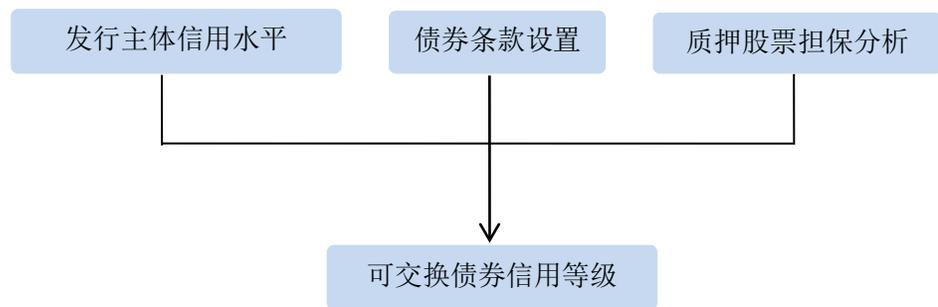
可交换债券是一种规定有换股条款、赎回条款和回售条款等内容且兼具有债券的安全性和股票的投资性双重特性的融资工具。与普通公司债券相比，可交换债券在约定的时期内能够交换成标的股票，因此，除发行主体信用水平之外，交换成标的股票的可能性也是

衡量可交换债券偿还风险的重要方面。若部分可交换债券在到期还本付息前被交换成股票，则发行人只需要偿还剩余的未交换债券；交换成股票的比例越多，发行人到期偿还债券本息的压力就越小，偿还债券的风险就越小。

此外，按照现有法规，发行人在发行可交换债券时，须将标的股票及其孳息（包括资本公积转增股本、送股、分红、派息等）设定为本次发行可交换债券的担保物，用于对债券持有人交换股份和本期债券本息偿付提供担保。若本期可交换债券到期时发行人未能清偿债务，则作为担保物的股票及其孳息处分所得的价款将优先用于清偿对债券持有人的负债。因此，用于质押股票的担保分析成为考量可交换债券债项级别的重要因素。

综上，中证鹏元主要从发行主体信用水平、债券条款设置、质押股票的担保分析三个方面来综合评判发行主体对本期可交换债券的偿还能力，揭示可交换债券的违约风险。

中证鹏元可交换债券评级框架



三、评级要素分析

（一）发行主体信用水平

在评估可交换债券发行主体信用水平时，中证鹏元根据发行主体所属行业类型，参照相应的评级方法和模型进行分析和评价，相关评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站（www.cspengyuan.com）。

（二）债券条款设置

由于可交换债券股权和债权双重特性的存在，债券交换成股票的可能性会在一定程度上影响发行主体的偿债压力，进而影响债券的安全性。债券交换成股票的可能性越大，发行主体面临的偿债压力就越小。而交换成股票的可能性与可交换债券的条款设置有着密切

关系，中证鹏元通过分析换股价格、换股期限、回售条款、赎回条款、向下修正条款等债券条款的设计，判断未来债券交换成股票的可能性，从而衡量可交换债券偿还风险程度的大小。

1. 换股价格及换股期限

一般来说，当标的的股票市场价格高于换股价格时，才有可能交换成股票，中证鹏元关注换股价格与标的的股票市场价格之间的差价大小。

换股期限指自债券发行时约定的换股日起至债券摘牌日止。通常可交换债券的换股期限越长，可换股的机会越多，换股的可能性也相对越大。

2. 回售条款

回售条款是指按照合同约定，用于交换的标的的股票市场价格在持续的一段时间内，连续低于换股价格达到某一方面度时，可交换债券持有人可以按事先约定的条件和价格将所持债券回售给发行人的一种特权。投资者向发行人回售其持有的可交换债券，将使发行人存在偿债压力。中证鹏元对于回售条款的分析要点包括：（1）回售触发条件，即标的的股票市场价格低于换股价格的幅度，如果幅度越大，则出现回售的可能性越小；（2）回售价格，回售价格越高，一旦触发回售条件，债券持有人行使回售权利的可能性越大，发行人的偿债压力也就越大，偿债风险也就越高；（3）回售期限，即投资人可以行使回售权的期限，回售期限越长，回售的可能性就越大。

3. 赎回条款

赎回条款是指按照合同约定，用于交换的标的的股票市场价格在持续的一段时间内，连续高于换股价格达到一定幅度时，发行人可以按事先约定的条件和价格赎回尚未换股债券的一种特权。赎回条款给债券持有人施加了一种压力（即当市场比较好时发行人可能赎回债券），促使债券持有人尽快换股。中证鹏元关注赎回条款的设置条件对换股可能性的影响。

4. 向下修正条款

当发行人更倾向于将可交换债券交换成股票时，通常有向下修正条款。通常启动向下修正条款时，标的的股票市场价格低于换股价格的幅度要小于投资者行使回售条款时的幅度，即在投资者可以开始行使回售权力的条件出现之前，发行人可能已调低换股价格，这将使可交换债券实现换股的可能性提高。

（三）质押股票担保分析

质押股票作为可交换债券的担保物是对债券安全性的进一步保障，中证鹏元主要从以下方面予以考虑：

1. 质押股票价值对债券本息的覆盖率

质押股票价值对债券本息的覆盖率是影响债券安全性的重要因素，覆盖率越高，对债券本息偿还的保障程度越高。此外，发行人维持担保的能力也会对债券偿还的安全性产生一定影响，中证鹏元也会关注。

2. 质押股票价值的稳定性

质押股票价值的稳定性是影响担保质量的重要因素，若其价值在担保存续期间发生较大波动，则其对债券的保障力度将大大减弱。中证鹏元关注对质押股票价值稳定性产生较大影响的因素，如股票发行人的经营竞争力、盈利状况和成长性等。

3. 质押股票的流动性

质押股票的流动性也是影响其担保效果的重要因素。债券发行人在发生违约之后，质押股票如能在较短的时间内以合理的价格转变为现金，则担保效用更加明显。因此我们在评级时关注质押股票是否有流动性受限的情况，以及同类公司股票在市场上交易的活跃程度等因素。

4. 债券发行人与质押股票发行人在行业、业务经营方面的关联度

如果债券发行人与质押股票发行人在行业、业务经营方面的关联度越低，则两者同时陷入经营困境的可能性也越低。即便债券发行人出现偿付困难，但如果质押股票发行人经营情况良好，股票价格较高，债券持有人换股的可能性也较大，从而减轻债券发行人的偿付压力。

四、评级方法的局限性

本评级方法阐述了中证鹏元对可交换债券的评级思路、评级框架和分析要点，其中所包含的各类评级要素均对可交换债券信用风险有重大影响。目前我国的可交换债券仍处在发展初级阶段，中证鹏元将持续关注可交换债券的发展及风险特征变化，若发现本评级方法的评级框架或某评级要素不再适用时，我们将及时做出更新和完善。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可,任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。