



可转债信用风险分析与化解研究

联合资信 研究中心 | 林 青 | 郝 帅 | 薛逸竹

2024 年可转债市场信用风险事件密集出现,对以往的信用风险生态和分析逻辑产生了较深的影响。我们认为 2024 年可转债信用风险的形成是内生脆弱性与外生冲击共同作用的结果,可转债信用风险的传导是主体信用、市场环境和条款博弈三种影响因素的协同效应。广义来看,因兼具债权和股权的复合属性,可转债信用风险的化解路径包含以股权形式退出和以债权形式退出的方式。从传统的回收处置方式来看,破产重整和债务重组是违约可转债常见的处置方式。2025 年在权益市场不确定背景下,建议关注红利、国产替代等领域的结构性行情以及低价转债估值提升。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

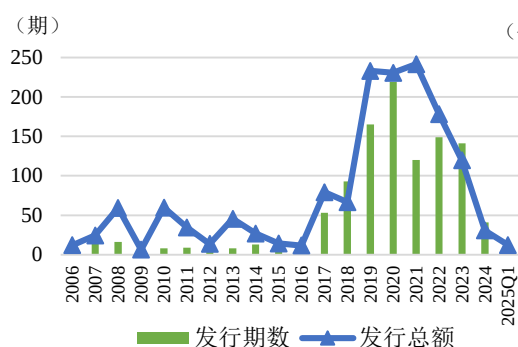


一、可转债信用分析

（一）可转债市场信用风险现状概览

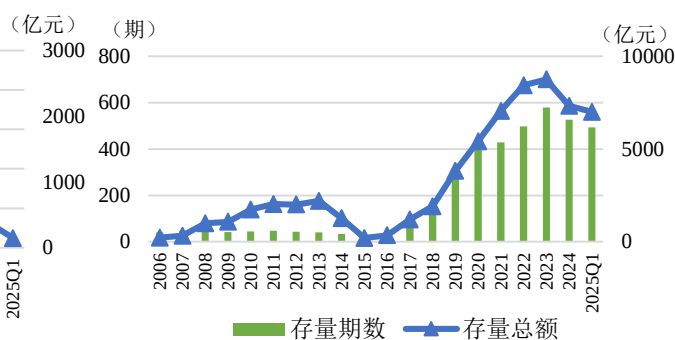
1. 可转债市场概况

我国可转债市场自 1991 年诞生以来大致经历了三个阶段，2016 年前，我国可转债市场处于起步阶段，市场参与者少、相关制度尚未健全，每年发行不超过 20 期，市场规模较小。从 2017 年起，上市公司定增审核收紧，部分企业选择发行可转债作为定增融资的替代，同时可转债市场相关制度不断完善，在此背景下可转债市场快速扩容。2019—2023 年，可转债进入大规模发行阶段，每年发行超过 100 期。2024 年，受再融资新规限制以及转股、强赎激增的影响，可转债市场规模大幅萎缩。截至 2025 年一季度末，转债存量数量为 493 期，可转债市场存量规模超过 7000 亿元。



资料来源：Wind，联合资信整理

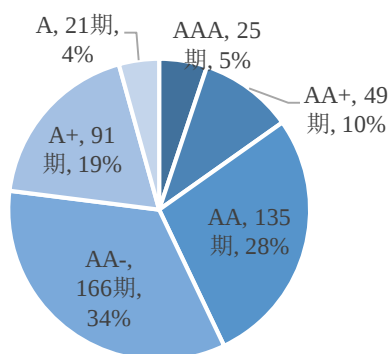
图 1.1 2006 年以来可转债发行情况



资料来源：Wind，联合资信整理

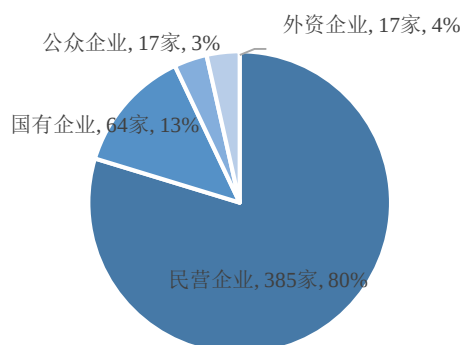
图 1.2 2006 年以来可转债存量情况

存续可转债主体结构方面，从主体信用资质来看，可转债主体信用级别相较普通信用债明显下沉，截至 2025 年一季度末，存续可转债发行主体级别分布在 AAA~A 级，其中 AA 级、AA-级和 A+级最多，合计存续期数占比超过 80%，合计存量规模约占 42.75%。从企业性质来看，民营企业是可转债发行主力，占存续发行主体比例约为 80%，由于民营企业间接融资空间更为有限，因此对于可转债的融资方式更为青睐。从行业结构来看，可转债发行人行业分布涉及中下游较多，化工，机械，电子设备、仪器和元件，金属、非金属与采矿，以及汽车零配件行业的存续发行主体数量位居前五，合计占存续发行主体比例超过 40%，合计存续规模占比 28.08%。



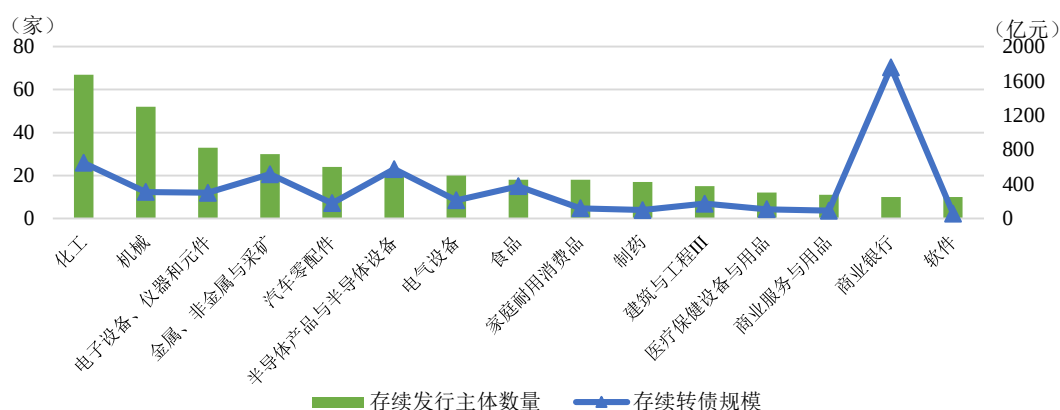
资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 存续可转债主体级别分布



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 存续可转债主体企业性质分布



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 存续可转债行业分布

2. 2024 年可转债信用风险事件回顾

2024 年可转债信用违约风险危机是在“新国九条”颁布的背景下，监管环境与退市要求趋严，退市新规严格了财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市标准，对正股业绩较差、信用资质较弱的转债主体影响较大。同时严厉打击财务造假、新增规范类退市情形，可转债面临的强制退市风险加剧，信用风险随之提升。2024 年 6 月后，权益市场始终低迷，市场情绪弱，一方面个券调整容易引起整个市场对低价、低评级可转债的担忧，进而引发较大波动。另一方面，股价低迷使得转债以转股形式退出的可能性降低，市场开始考虑可转债主体的兑付能力，可转债违约风险开始冲击市场。

(1) 可转债违约情况

可转债的信用风险主要包括本息无法兑付带来的偿债风险、正股退市风险以及重整风险。由于历史上大部分可转债以转股形式退出，本息无法偿付的情况较少，因此可转债的信用风险更多体现为退市风险。自 2023 年起，转债开始出现非正常退出案例。2024 年，可转债的信用风险由预期转为现实，可转债首次发生实质性违约。违约前发行主体及相关债项级别已被多次下调，市场对其信用风险已有一定预期，违约事件对市场情绪影响可控。

2024 年可转债违约主体有 4 家，分别为搜于特集团股份有限公司、鸿达兴业股份有限公司、蓝盾信息安全技术股份有限公司和岭南生态文旅股份有限公司，共涉及违约债券 4 期，涉及违约规模 12.75 亿元。蓝盾退债、搜特退债、鸿达退债先后于 2023 年和 2024 年退市¹，并在 2024 年出现实质性违约。其中搜特退债随正股退市后，无法支付第四年利息，成为首只发生实质性违约的转债；鸿达兴业股票和转债退市后，鸿达退债触发回售条款，最终无法兑付回售本息触发违约；蓝盾退债随正股退市后，到期无法支付本息；而岭南转债在正股尚未退市的情况下到期未能如约偿付本息，成为首只违约国企可转债。

表 1.1 2024 年违约可转债

违约可转债	违约主体	违约时间	退市时间
鸿达退债	鸿达兴业股份有限公司	2024/6/27	2024/3/18
蓝盾退债	蓝盾信息安全技术股份有限公司	2024/8/13	2023/7/31
搜特退债	搜于特集团股份有限公司	2024/3/12	2023/8/11
岭南转债	岭南生态文旅股份有限公司	2024/8/14	未退市

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）可转债信用级别调整情况

受宏观经济下行压力加大，叠加地产、互联网、医药和教育等领域的政策调控等影响，2021 年起可转债评级下调次数激增。2024 年我国公募债券市场有 48 家可转债发行人信用等级或展望发生下调，占评级下调主体的比例为 71.43%，较 2023 年均大幅增加。信用级别下调的转债主体主要为分布在化工、机械、制药和制药行业的民营企业，下调原因主要在于，受宏观经济或行业景气下行等因素拖累，受评估主体盈利能力大幅下滑，经营业绩持续亏损，经营性现金流及偿债能力指标明显恶化，短期面临较大的集中兑付压力。此外，大规模商誉减值风险上升、大股东质押比例过高、公司债务持续逾期、实控权存在较大不确定性等，也是导致部分转债主体评级下调的重要原因。

（3）其他风险事件

¹ 根据交易所上市规则，上市公司股票被终止上市的，其发行的可转债及其他衍生品种应当终止上市。正股退市之后，可转债会和股票在同一交易日进入退市板块挂牌转让。

近年来，转债主体收到财报问询函、大股东高质押、正股风险警示等负面事件明显增加，引发市场对转债信用风险的担忧情绪。2024 年，共有 21 家可转债发行主体收到交易所年报问询函，其中 5 家发行人财报被会计师出具非标准审计意见且正股均被实施风险警示，蕴含很高的信用风险。此外，较高的大股东质押比例的企业往往伴随较高信用风险，大股东股权质押比例高通常表明公司对外部融资的高度依赖，市场信心可能因此受损，增加转债主体信用风险。截至 2025 年一季度末，存续转债主体中第一大股东质押比例超过 50% 的有 45 家，占存续转债主体家数的比例为 9.32%。

此外，近年来可转债市场出现了因上市公司重整而导致的风险事件。具体而言，部分上市公司进入重整程序后，触发可转债的提前到期条款，导致转债以非正常方式退出。例如，2022 年 5 月，花王转债因上市公司进入预重整程序，随后在公司重整期间完成了强制赎回并退市。2023 年，全筑转债和正邦转债也因上市公司破产重整而提前到期，并在重整计划成功执行后退市。

表 1.2 近年可转债其他风险事件

可转债	发行主体	退市时间	裁定重整时间	风险事件
全筑转债	上海全筑控股集团股份有限公司	2024/1/30	2023/11/13	随主体破产重整退市
正邦转债	江西正邦科技股份有限公司	2024/1/31	2023/7/20	随主体破产重整退市
花王转债	花王生态工程股份有限公司	2024/2/27	2024/9/9	主体重整期间赎回退市

资料来源：Wind，联合资信整理

（二）可转债信用风险形成机制

可转债一直被投资者认为是相对安全的资产，信用风险较低，这主要是因为此前可转债发行核准制审核严格、退市制度相对宽松，发行人促转股的诉求等影响。从 2020 年开始，部分转债发行开始采用注册制，监管层配套强化退市机制，再加上国九条的大背景，弱资质转债品种信用风险逐步暴露，2024 年 6 月，可转债市场信用风险事件密集出现，对以往的信用风险生态和分析逻辑产生了较深的影响。

从 2024 年我国可转债信用风险事件来看，可转债信用风险的形成是内生脆弱性与外生冲击共同作用的结果，可转债信用风险的传导是主体信用、市场环境和条款博弈三种影响因素的协同效应。在我国退市制度趋严、权益市场波动较大的背景下，可转债发行主体信用弱化会引发评级下调，市场避险情绪升温引发对弱资质转债的抛售，转债流动性进一步枯竭，叠加发行人与投资人的条款博弈，可转债市场信用风险加大。本章我们从主体信用、市场环境、条款博弈的角度来分析可转债的信用风险。

1. 主体信用

与普通债券一样，可转债发行主体的信用资质决定了可转债的信用风险。信用评级是对债券信用风险的评价，2024 年违约的可转债在违约前债券评级均已降到 B- 及以下，风险已充分暴露。我们研究认为可转债发行主体的经营能力、财务能力以及可持续发展能力等均对其基础信用有重大影响，发行人资质弱化是信用风险增大的底层驱动因素。

（1）发行主体经营能力

从发行主体的经营能力看，一方面受到宏观经济周期与行业下行压力的影响，如周期性行业发行的可转债，在宏观经济疲软时盈利下滑，叠加正股退市政策收紧，会导致现金流恶化。我国债券市场首支实质性违约的可转债**搜特退债**，其在新冠肺炎疫情、国际贸易环境复杂多变、行业景气度下行等因素影响，公司供应链管理业务规模大幅收缩，回款周期延长，品牌服装销量持续下滑，公司营业总收入同比大幅下降，经营性净现金流呈现大额净流出。另一方面，公司业务风险转型失败是转债发行人陷入流动性和债务危机的原因之一，部分发行人盲目扩张或跨界投资新业务，若项目回报未达预期，导致债务负担加重。2024 年违约的可转债**鸿达退债**，其公司于 2011 年借壳上市后，通过收购等方式进军多项业务。2013—2020 年间，公司先后收购乌海化工、西部环保、新达茂稀土、广东塑料交易所、中泰化学、蒙华海电部分或全部股权，涉足氢能源、新材料、大环保等新兴领域。公司通过并购和扩张积累了巨额债务，债务压力过高，偿付压力加大，最终触发违约。

（2）发行主体财务能力

从发行主体的财务能力看，可转债发行人财务指标持续恶化。一方面主要体现在盈利能力下降，从 2024 年违约可转债岭南转债来看，其公司在 2020—2023 年营业总收入持续下降，年均复合下降 31.58%，而公司日常经营成本支出仍需维持，叠加资产及信用各项减值损失，公司利润总额波动下降，分别为-4.98 亿元、0.54 亿元、-17.47 亿元和-10.80 亿元，利润的持续性和稳定性均大幅下降。另一方面，可转债发行主体偿债能力恶化易导致流动性危机。岭南生态公司截至 2024 年 3 月底的资产负债率为 85.38%；全部债务较 2022 年底增长 18.82%，有息债务中短期债务规模大（45.19 亿元），短期债务占比进一步提升至 86.55%，现金短期债务比为 0.06 倍，公司债务负担重，集中兑付压力大。此外，大部分可转债风险主体面临诉讼、仲裁事项频发，存在股东股权质押比例高、司法冻结等问题，导致融资渠道受阻，进一步加剧公司流动性危机。

（3）发行主体可持续发展能力

可持续发展能力角度来看，与普通债券相同，可转债发行主体的可持续发展能力决定了其实现经营目标、维持市场地位、实现稳健成长的能力。一方面，可转债发行人的财务弹性对于企业应对财务危机具有重要影响，如搜特退债实控人股权质押比例高达 80%，其适应经济环境变化和利用投资机会的能力大大降低使得企业陷入危机，可持续发展能力大幅下降；另一方面信息披露违规在上市公司中屡见不鲜，部分转债上市公司涉嫌信息披露违规被证监会立案调查，涉及财务造假，甚至欺诈发行。如蓝盾退债因虚增收入暴露内控漏洞，并出具无法表示意见的审计报告被强制退市。

（4）发行主体的外部支持因素

外部支持的能力和意愿下降也是可转债信用风险的主要影响因素，岭南转债发行人是我国市场首例国资背景可转债违约事件，打破国资刚兑信仰。公司前期业务快速扩张，债务负担持续加重，或有负债风险增大，地方政府出于保护优质民营企业的考虑，于 2022 年协调国资入场救援，通过股权受让、表决权委托及借款等方式投入超 15 亿元，但公司市值仅 18 亿元，窟窿过大导致救援难以为继。同时，国资入主后未能有效改善公司治理，原实控人股权质押率达 80%，且并购决策缺乏审慎性，加剧了公司财务风险，国资最终选择“及时止损”，未全额兜底违约可转债。

2. 市场环境

可转债作为资本市场重要的融资手段，受到监管制度约束、市场供需以及权益市场表现等各方面的影响。

（1）正股退市趋严推升可转债的信用风险

近年来，我国证券市场退市制度一直处于不断摸索及发展阶段。2020 年底，退市制度全面改革，首次构建了交易指标类、财务指标类、规范类和重大违约类四大强制退市规则。在此背景下，2020-2023 年，强制退市公司达 104 家，是改革前 10 年的 3 倍。2024 年国务院发布“新国九条”，提出“应退尽退”目标，证监会配套出台《关于严格执行退市制度的意见》，进一步严格退市标准，并优化退市流程，完善投资者保护。在此背景下，2024 年 A 股退市数量超过 50 家，创历史新高。

正股退市趋严推升可转债的信用风险。退市制度的深化实施对可转债市场中正股业绩较差、信用资质较弱的转债主体产生较大冲击，市场对可转债发行主体的信用风险预期升高。退市主体往往伴随着财务恶化，现金流断裂等兑付危机，且偿债意愿大幅降低，因此往往引发未能按期付息构成实质性违约。2023 年搜特退债和蓝盾退债发行主体分别触发交易类强制退市和财务类强制退市标准，市场首次出现转债随正股强制退市的情况。2024 年鸿达兴业触发交易类退市规定，鸿达退债随正股同步退市，成为史上第三支被强制退市的可转债。市场对退市可转债信用风险的担忧引发债券抛

售，价格陷入低迷，触发回售条款，最终这三期可转债在 2024 年相继因流动资金不足无法兑付回售本息。

（2）供需失衡加剧流动性风险

融资约束与资质恶化共同导致可转债市场供给端收缩。近年来，监管部门持续规范可转债的发行，再融资监管趋严。2023 年 8 月，中国证监会就明确，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。在此背景下，2024 年全年可转债发行规模同比减少 74.36%，仅 367.57 亿元，占 A 股再融资总规模的 20%，供给端持续收缩。2024 年可转债存续规模同比下降 16.24%，新券发行受限。同时，叠加行业周期与经营风险传导影响，近年来转债主体收到财报问询函、主体评级下调、大股东高质押、正股风险警示等负面事件明显增加，引发市场对低资质转债信用风险的担忧情绪，低资质融资进一步受阻。

从需求端来看，由于投资者对信用风险偏好降低，投资者加速撤离低评级转债，弱资质长久期品种遭抛售，流动性分层加剧。在此背景下，低资质可转债信用折价进一步扩大，市场预期恶化，流动性进一步下降。

综合来看，供给端因政策限制和发行人资质恶化导致供给减少，结构上低资质企业融资受阻；需求端因避险情绪转向高评级，低评级转债流动性枯竭，信用风险进一步恶化，形成恶性循环。

（3）权益市场疲软的正股联动效应

可转债的“股性”决定了权益市场对可转债信用风险的形成影响深远。权益市场低迷的时期，正股股价会随之持续下降，一方面转股价值低于债底，投资者被迫持有至到期，导致发行人偿债压力骤增；另一方面，股价低迷会触发有条件回售条款，发行人需集中兑付现金，增加短期偿债压力，加剧可转债发行主体的流动性危机。以上两种风险传导途径与可转债的条款密不可分，我们将在下文进行详细分析。

资料来源：wind，联合资信整理

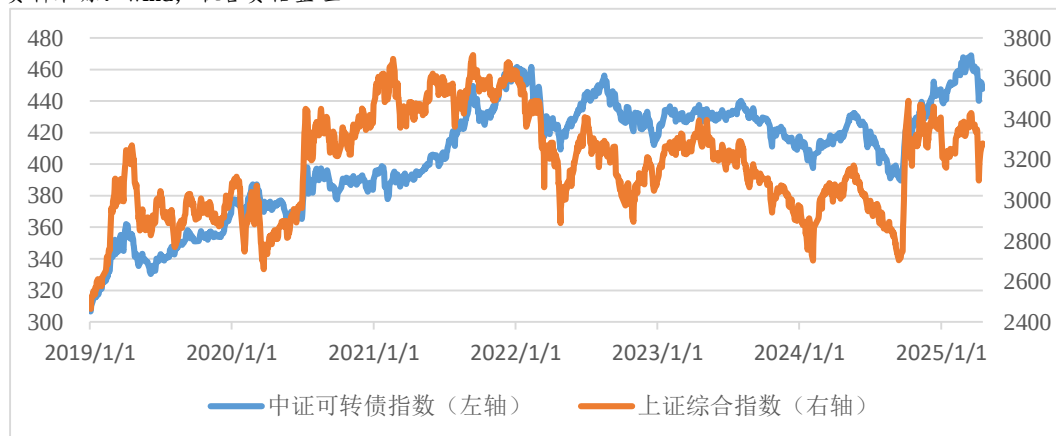


图 1.6 中证可转债指数与上证综合指数走势图

3. 条款博弈

可转债与普通信用债的差异主要体现在，其具备转股条款及特殊投资人保护条款投资人保护措施。转股条款是指在转股期内，投资人可以按照转股价格将所持有的债权转为上市公司的股票。不论市场环境如何，促成可转债转股是发行的主要目的。可转债的特殊条款作为可转债发行人和投资者的双向博弈工具，其执行效果直接影响发行人的偿债能力、市场预期及信用风险的演化。

（1）下修条款博弈

下修条款是当公司正股价格大幅下跌时，发行人可以选择按照约定的条款将转股价格向下修正，通过下修条款提高转股价值，促使投资者转股以降低债务压力。同时，结合回售条款来看，发行人下修可以避免因投资者回售造成的资金压力。此外，发行人如因股权稀释压力拒绝下修，也可能导致转股价值无法修复。

2024 年违约转债蓝盾退债在存续期间曾三次下修转股，前两次均成功促转股，但第三次因正股退市预期下修失败。退市后转入三板市场，流动性折价超 80%，投资者损失惨重。2024 年另一期违约转债岭南转债，虽于当年 5 月发布下修转股至面值以下，但因正股持续跌破 1 元面临退市风险，投资者信心崩塌，转债价格暴跌至 69 元。发行人未能在退市前通过下修促转股，最终因现金流断裂违约。

2023 年 2 月，全筑转债因正股持续下跌首次触发转股价格向下修正条款，但公司董事会认为若下修转股价后无法实质性改善转股价值，且面临进一步稀释每股净资产，加剧面值退市风险，董事会决议不行使下修权利。公告后全筑转债价格从 80 元跌至 70 元以下，市场信心进一步崩塌。此后正股长期低迷，5 月公司再次触发下修条款，董事会通过下修决议，但下修后全筑转债转股价值仍低迷（约 60 元），叠加退市预期，转债价格持续折价，公司流动性枯竭最终被债权人申请进入破产程序。

（2）赎回条款博弈

赎回条款是发行人在特定条件下，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。权益市场表现较好时，相比赎回，转股能获得更大的收益；而股价低迷时，发行人多配合下修条款来推动强赎转股。对发行人来说，通常发出赎回公告后，会促使投资者转让可转债或直接转股，公司能够减少未来债务负担，降低股东摊薄比例，调整资本结构，从而保护现有股东利益。对投资人来说，一方面虽然投资者会提前获得本金和利息，但也会失去转股机会，无法享受未来股价上涨带来的收益；另一方面如若强赎价格还低于市场价格，投资者甚至会面临损失。值得注意的是，赎回条款具有单边性，发行人可以根据实际情况选择赎回或不赎回，如

考虑减轻对正股的影响时选择不赎回；而投资者对于转债是否强赎没有制度上的发言权，只能根据当时的转债价格、溢价率等因素综合判断是否卖出、赎回或转股，这也导致可转债较普通债券存在更多的市场不确定性，风险演化路径更复杂。

2022年8月，金博股份正股连续15个交易日高于转股价的130%，触发强赎条款，公司公告决定执行强赎，成为2022年首只宣布强赎的科创板转债。赎回价格设定为100.12元/张，即为面值100元和当期利息0.12元之和，远低于当时二级市场价格（133.74元/张）。发布强赎公告后，转债价格从133.74元暴跌至113.46元，跌幅达15.2%，触发全市场高平价转债估值回调，引发市场对高溢价品种的普遍抛售，对转债市场造成较大冲击。而部分投资者因未及时转股或不符合科创板股票投资者适当性管理要求，被迫接受低价赎回，单张亏损超30元。

2021年5月6日，花王转债正股因2020年度公司实际控制人及控股股东存在非经营性资金占用的情况，被实施其他风险警示。2022年4月28日，公司被债权人申请预重整及重整。12月22日，公司公布重整相关的三个议案均获通过，市场或预期公司重整有新进展，转债价格跟随正股上涨。2024年1月26日，花王转债公告强赎，截至赎回登记日（2024年2月26日），99.77%转债余额已转为公司股份，最后转债余额仅75.7万元。

（3）回售条款博弈

回售条款是投资者保护条款，其约定当正股价格相比于转股价格下跌到特定幅度时，投资者有权将所持有的债权回售给发行人，这是为投资者提供了一种保底退出机制。在可转债存续期的最后两年，若正股价格持续下跌且可转债价格跌破面值，那么可转债可能面临实质性回售，因投资者集中回售，发行人需短期内筹集资金，若现金流不足则直接违约。在实践中，发行人多配合下修转股价来避免回售，避免流动性危机。

2020年4月，辉丰转债发行人因公司连续两年净利润为负，被暂停上市，彼时仍有8.44亿元未转股余额。根据最新财报，公司账上现金类资金不足2亿元，面临较大的偿付压力。随后，辉丰转债触发了两轮回售条款，两轮结束后，转债存续规模降至不足3000万元，公司随后决定启用强赎条款。然而，由于辉丰转债处于暂停上市状态，回售和强赎只能通过现金方式偿付。最终，公司通过重大资产出售和借款等方式筹措资金，按时完成了回售款的支付，有效化解了违约风险。而2024年5月，搜特退债因股价连续30日低于转股价70%触发回售，发行人可用资金仅覆盖回售金额的10%，成为首例违约可转债。

二、2024 年违约可转债回顾与处置进展分析

（一）2024 年违约可转债回收处置进展分析

2024 年以来，集中爆发的可转债兑付风险事件引发投资者对可转债信用风险的警觉，而可转债违约后的回收情况亦引起市场关注。从违约回收处置进展来看，截至 2025 年一季度末，仅岭南转债公告，由股东中山国资委旗下的中山人才生态园公司对 10 万元以下债券进行小额刚兑，搜特转债发行人仍处于破产清算状态，其余违约转债暂无明确处置方案。

1. 搜特转债

搜特转债发行于 2020 年 3 月，发行规模为 8.00 亿元，2020 年 9 月转债进入转股期。此后，搜于特连续多年亏损，2023 年股价连续下跌并跌破 1 元，2023 年 7 月 21 日，公司股票及可转债被强制退市，最终于 2024 年 3 月 12 日无法按期兑付第四年可转债利息构成实质性违约。

2024 年 8 月 7 日，法院裁定受理债权人对搜于特的破产清算申请。根据工作安排，管理人发布了搜于特集团股份有限公司关于公开招募意向重整投资人的公告。截至报名期限届满，管理人共收到 1 家意向重整投资人提交的报名材料及报名保证金人民币 300 万元。截至 2025 年 3 月 19 日，前述意向重整投资人未向管理人提交《重整预案》及追加缴纳重整保证金。根据招募公告的规定，视为其退出重整投资人招募程序。综上，本次意向重整投资人招募未能招募到符合条件的投资人，管理人将依据《企业破产法》及相关规定，依法推进破产程序。

2. 蓝盾转债

蓝盾转债发行于 2018 年 8 月，初始发行规模为 5.38 亿元，2019 年 2 月 18 日进入转股期，2019 年 3—4 月为投资人密集转股期，2019 年 5 月初，未转股比例降至 18.78%，债券余额为 1.01 亿元，随后该债券余额基本保持不变。正股因触发财务类退市指标强制退市，2023 年 9 月 18 日，转债随正股进入退市板块挂牌转让，转债简称“蓝盾转债”，彼时债券余额 1.00 亿元。期间蓝盾转债曾多次下修转股价，但持有人转股热情明显不高。蓝盾转债在退市后多次下修，避免回售条款的触发，直至转债到期无法兑付本息，发生实质性违约。

2022 年 6 月 13 日蓝盾信息安全技术股份有限公司申请进行预重整。在预重整期间，蓝盾未能提交四川省人民政府相关证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见。2023 年 4 月 7 日，法院裁定对蓝盾信息安全技术股份有限公司的破产重整申请不予受理，截至目前尚无处置进展。

3. 鸿达退债

鸿达退债于 2019 年 12 月发行，发行规模 24.27 亿元，2024 年 3 月 18 日，因股价持续下跌，鸿达兴业股票和转债在深交所摘牌并终止上市，并自 2024 年 5 月 24 日开始在退市板块转让，彼时债券余额 3.37 亿元。2024 年 6 月 3 日，鸿达退债触发有条件回售条款，债券持有人可行使回售权一次；6 月 27 日，公司公告，鸿达退债回售申报金额为 1.83 亿元（含息税），但公司因大额债务逾期，存在部分银行账户、资产被法院冻结/查封及银行存款被划扣等情况，公司经营困难，现金紧缺，目前流动资金不足以覆盖鸿达退债本次回售金额，公司因流动资金不足无法兑付回售本息。7 月 1 日公司发布公告，本次回售业务终止，鸿达退债持有人申报回售时保管冻结的可转换公司债券将于 2024 年 7 月 2 日起解除保管冻结，恢复交易、转股。

债券持有人要求鸿达退债补增担保等增信措施。公司发布公告称公司现阶段无法对鸿达退债追加包括抵押担保在内的增信措施，实控人为鸿达退债追加担保事项也并不具备条件；归还暂时补充流动资金的募集资金方面，公司主要子公司处于停产状态或破产程序²中，无实质性经营业务收入，流动性已枯竭，相关银行账户及资产均已被查封、冻结，目前无法实现归还用于暂时补充流动资金的募集资金。

4. 岭南转债

岭南转债于 2018 年 8 月发行上市，发行规模 6.60 亿元，2024 年公司流动性出现问题，原定于 2024 年 8 月 14 日到期的岭南转债公告“无法还本付息”，收盘价 71.372 元，剩余规模 4.56 亿。

岭南转债以债务重组的方式进行处置，一是由第三方主体收购部分转债，保障中小投资者的利益。2024 年 8 月 17 日，岭南股份公告称，中山市人才创新创业生态园服务有限公司³拟向“岭南转债”持有人部分收购债券，债券持有人所持有的“岭南转债”不高于 1000 张的，按照其持有的全部债券数量收购；持有债券数量超过 1000 张的，以 1000 张为限，部分收购，收购价格 100.127 元/张。9 月 14 日，披露收购方案结果，本次被收购的证券总数为 1461443 张，被收购总账户数为 6723 户，收购总金额（含税）1.46 亿元。截至 2024 年 9 月 19 日，根据《收购岭南转债方案》的安排及收购方的要求，中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司已将全部收购款划付至结算参与人，结算参与人已将相关款项划入被收购的“岭南转债”债券持有人资金账

² 2023 年 10 月，子公司内蒙古乌海化工有限公司被法院裁定受理破产重整。2023 年 12 月，子公司内蒙古中谷矿业有限责任公司被申请破产重整、内蒙古中科装备有限公司和西部环保有限公司被申请破产清算。

³ 中山人才生态园公司的最终实控人为中山市国资管理委员会。早在 2022 年 9 月中山华盈产业投资合伙企业收购岭南股份 5.02% 股份，并取得原实控人尹洪卫 17.32% 股份所对应的表决权。中山华盈产业投资合伙企业背后是中山火炬区国资。自中山火炬区国资收购以来，为积极支持岭南股份纾困，累计向岭南股份提供了 10 亿元借款及 2.24 亿元融资担保。而此次发起收购的第三方中山人才生态园公司的最终实控人为中山市国资管理委员会。

户。本次收购方向“岭南转债”持有人收购部分“岭南转债”事项已完成。中山市人才创新创业生态园服务有限公司取得上述所收购的“岭南转债”，成为所收购的“岭南转债”的持有人。

二是分期兑付+利息豁免。2025 年 1 月，持有人会议审议通过《关于“岭南转债”偿债方案的议案》。根据募集说明书的约定，公司需以本次可转债票面面值上浮 7%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债，岭南股份应向投资者支付债券本金 4.56 亿元，持有到期利息 3194.56 万元。偿债方案：1、偿债本金：4563663 张*100 元/张。2、偿债利息：岭南转债持有到期的 7%利息不予支付。3、偿债期限：分多期在两年半时间内予以偿还。发行人原则上每隔 6 个月支付一次本金，每次支付额度按照发行人筹集到位的资金进行安排，并提前 15 天予以告知，4、首期偿债比例：10%，首期付款日期 2025 年 1 月 31 日之前。5、分期利息：分期支付期间按照 4.75%（参考银行中长期贷款利率）的年化利率支付利息，利息从 2024 年 8 月 15 日即可转债逾期的次日开始计算，在分期还款的最后一期予以支付。

（二）可转债信用风险化解路径

从信用风险化解的角度来看，可转债与普通信用债最大的不同是退出方式的多样性，广义来看，因兼具债权和股权的复合属性，其信用风险的化解路径包含以股权形式退出和以债权形式退出的方式。

股权和债权退出方式基于可转债自带的特殊条款，投资者会根据不同阶段、不同条款触发的情形，选择最优的方式结束转债，例如当转股溢价率为负的时候，部分套利投资者会主动买入转债并转股，而这些条款的博弈也会引起可转债市场的流动性冲击，影响可转债的信用风险，具体影响机制我们在上一章进行了详细探讨。从 2017 年至今的数据来看，以股权形式退出是可转债的主要退出方式，在所有方式中占比 78.88%，包括了提前赎回促转股、到期转股。以债权形式退出占比达 19.55%，具体包括到期赎回、回售。

除以上方式外，近年随着转债信用风险升高，可转债市场出现了非正常退出的案例，包括正股退市、破产重整、违约等。从目前已发生信用风险事件的处置案例看，破产程序是当前可转债风险处置中多次使用的方式，自 2022 年 5 月起，上市公司携未到期可转债进入重整程序的案例逐步涌现。截至目前，重整计划成功执行并顺利处置可转债违约风险的只有正邦科技、全筑股份。

表 2.1 2017—2025 年一季度末可转债退出方式统计

退出方式		期数（期）	占比（%）
以股权形式退出	提前赎回（强赎）	318	71.46
	到期转股	33	7.42

以债权形式退出	到期赎回	82	18.43
	回售	5	1.12
非正常退出	正股破产重整，转债提前到期	2	0.45
	违约，转债随正股退市	3	0.67
	未违约，转债随正股退市	1	0.22
	违约，转债未退市	1	0.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

正邦转债、全筑转债因正股破产重整而退市，二者由于在经营过程中发生了其他类型的债务违约导致被债权人申请重整，最后转债在重整方案中均被作为普通债权申报，以小额现金清偿、大额转增股票的方式清偿。

在重整期间，正邦转债和全筑转债均保持正常交易和转股。在债权申报期间大部分投资者选择转股，仅有小部分进行债权申报并申报为普通债权，转股比例较高。根据《重整计划》中普通债权的清偿方案，每家持有正邦转债的债权人 10 万元以下部分以现金形式全额清偿，10~2000 万元的部分，以正邦科技转增股票进行清偿，每 100 元普通债权可获得 8.70 股转增股票，抵债价格为 11.5 元/股；全筑股份的清偿方案为 5.05 万元以下的部分现金全额清偿，以上部分 70%以全筑股份转增股票清偿、转股价 6 元/股，30%以信托受益权份额清偿。

表 2.2 正邦转债和全筑转债

	正邦转债	全筑转债
裁定重整日	2023/7/20	2023/11/13
裁定重整日转债余额（亿元）	7.5	2.69
转债最后交易日	2023/8/4	2023/11/28
转债最后转股日	2023/8/18	2023/12/13
转股期届满债券余额（亿元）	0.40	0.69
转股比例	94.64%	74.33%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

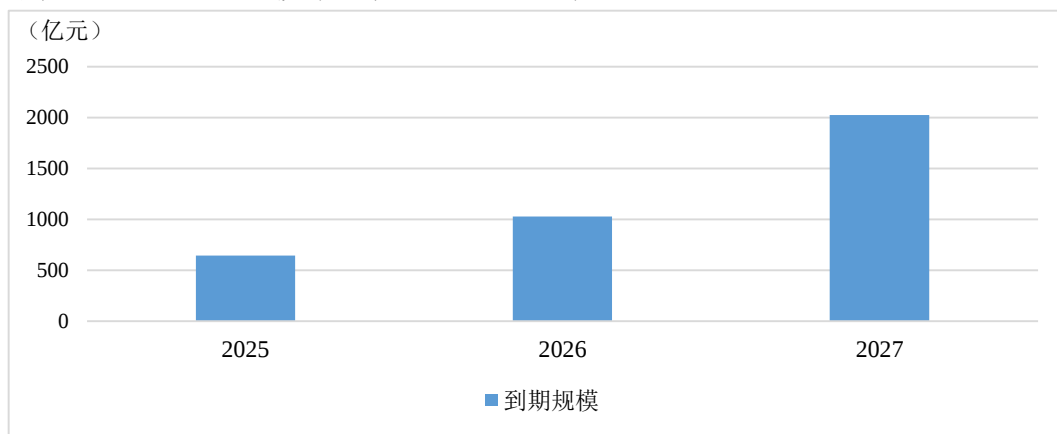
由于正邦与全筑两只转债在存续期内都进行过转股价下修，因此在其转债终止交易之前、转股价值仍然较高，而重整方案中给出的“小额刚兑方案”中转股价都远高于转债此前下修过的转股价，因此在给定的期限内卖出转债或者转股对转债持有人来说都是更优的选择。随着携可转债进入重整案例的增加，上市公司重整程序中对于可转债风险处置的探索已逐渐成熟，为后续的重整方案设计提供了可借鉴的先例。

三、可转债信用风险展望

（一）可转债违约风险与回收处置展望

1. 我国可转债市场信用风险短期承压

从发行与到期来看，在严监管背景下，可转债发行量持续萎缩，2025 年一季度可转债仅发行 9 期，发行规模仅 145.90 亿元，同比变化不大，较 2023 年一季度大幅下降。预计本年可转债供给或将延续偏紧状态。从存续可转债到期来看，2025 年、2026 年和 2027 年可转债到期规模逐年攀升，兑付压力持续增大，同时，截至 2025 年一季度末，存量 493 期可转债中尚有 343 期可转债的未转股比例大于 90%，整体未转股比例较高，因此我国可转债市场信用风险短期承压。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 2025 年-2027 年可转债到期规模

从权益市场来看，受 2025 年中美关税政策波动影响，我国出口依赖性行业风险显著抬升，对出口占比大的民营企业造成冲击。同时，国内市场仍面临内需不足等结构性问题，内外部因素交织，股市将持续震荡行情。在此背景下，国内风险偏好表现仍面临较大不确定性，如果正股发生明显下跌，将会对相关转债形成拖累。叠加目前退市规则收紧，仍需防范业绩表现一般的可转债信用风险。

2. 未来可转债违约后回收处置仍以破产重整和债务重组方式为主

近年来，随着我国债券市场法治化和市场化逐步深入，违约处置机制体制不断完善，我国普通债券违约后处置方式以破产重整为主，其次为债务重组。2024 年 12 月，证监会与最高法联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的通知，《纪要》直指实践中重整回收期限较长、后期资金回收不确定性高等问题。破产重整是现阶段处置可转债违约的重要手段，政策的发布有望提高破产重整效率，切实保护投资者的合法权益。

尽管可转债兼具股性和债性，投资人对风险债券的退出多依赖股性和债性的条款博弈，但自 2024 年出现可转债实质性违约以来，信用风险的处置和化解将进一步重构。未来，有效的破产重整方案，将最大程度变现弱资质可转债的“壳价值”，而“小额刚兑”加“大额债转股”的模式或更受投资者青睐。

（二）可转债投资策略

1. 权益市场不确定背景下，关注红利、国产替代相关可转债的结构性行情

美国在 4 月初宣布“对等关税”政策，引发全球市场巨震，导致市场对全球经济滞涨及供应链重构的担忧加剧，此后，美国对华关税政策呈现“部分缓和+局部升级”的双向调整。在此背景下，权益市场也迎来了结构性分化特征。汽车零部件、家电等板块因出口链承压，面临业绩下调风险，相关转债正股拖累明显。而在政策对冲预期下，消费、基建和国产替代等方向成为资金避风港。4 月底，中央政治局会议提出加紧实施更加积极有为的宏观政策，在发展服务消费和加快构建房地产发展新模式方面提出新要求，会议精神指出在要建设投资者友好的资本市场，提高市场交易活跃度，让风险和收益得到市场充分定价。在此背景下，权益市场有望回归理性，股市修复、可转债估值抬升有望形成合力共振，可转债配置性价比凸显。

具体方向来看，低利率环境下，受益于避险资金流入及分红稳定性，红利资产依旧是投资者不容错过的选择，在前期调整基础上也具备了较高的性价比，建议继续关注相关可转债投资机会。

此外，产业升级和政策驱动有望迎来机会，半导体、材料和信创等国产替代等，由于关税倒逼技术自主化，叠加贴息贷款、税收优惠等政策加码，或为相关可转债提供投资机会；内需复苏将是我国未来宏观经济的主要着眼点，受益于以旧换新政策及消费回暖，内需型行业企业现金流有望持续改善，或有可能阶段性突破行情。

2. 关注低价转债估值抬升，尽量用分散化对抗转债波动

随着 2024 年信用风险事件的阶段性出清，市场对低价转债的恐慌情绪有所缓解，超跌转债有所回暖；其次，2025 年临期转债占比有所提升，发行人通过下修博弈条款促转股，低价转债估值有望快速修复；同时，叠加年报和一季报业绩落地，除光伏产业链面临阶段性出清压力，其余行业转债信用风险敞口较低，2025 年可转债结构性机会显著。在此背景下，低价转债价格接近纯债价值，具备天然安全边际，若市场风险偏好稳中向好，低价转债估值有望抬升，建议关注信用资质相对较强的低价标的。

此外，由于弱资质品种转债缺乏违约率等定价基准，且退出路径的实践案例整体较少，市场情绪不容易被市场有效定价，对资质较弱的主体应更多关注市场整体环境，增加更高风险溢价的基础上，建议尽量用分散化对抗转债波动。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[可转债的“软着陆”-股性背景下的可转债信用风险研究](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。