

可转债风险重构与应对—基于风险案例与退市新规视角

联合资信 工商评级二部 杨学慧 王阳

2024 年成为可转债市场的重要转折点，长期以来的零违约格局被打破；2024-2025 年，5 只转债相继发生实质性违约，多行业评级下调事件频发，5 只转债随正股同步退市，信用风险集中凸显。可转债风险根植于“债性”与“股性”的双重属性，核心源于主体资质短板与市场政策变化的叠加。经营端，受外部环境波动、周期行业错配、并购商誉减值及公司治理缺陷等因素影响，经营承压；市场端，权益疲软削弱转股逻辑叠加退市新规收紧，弱资质主体出清加速，信用风险与退市风险深度绑定。双重风险相互传导，需聚焦业绩亏损、小市值、财务瑕疵及治理缺陷类主体，警惕违约与退市连锁反应。可转债风险处置呈现“常规化解-极端处置”的梯度路径体系，条款博弈为主流常规路径，其成效取决于下修幅度、合规约束与市场信心维护的协同；提前赎回与引入战投依赖现金流储备或外部资源注入；债务重组、破产清算及退市联动属极端情形，易引发显著损失或违约，路径选择本质是基本面、条款设计与外部支持的综合权衡。展望未来，市场或将在 2027 年迎来转债集中到期高峰，转股比例下滑削弱转债自然出清能力，退出方式分化加剧风险分层。从行业看，建筑行业到期节奏平缓，化工行业 2028 年集中到期风险凸显，需警惕周期下行、集中兑付与市场情绪冲击的叠加风险，核心取决于行业周期与企业抗风险能力。



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

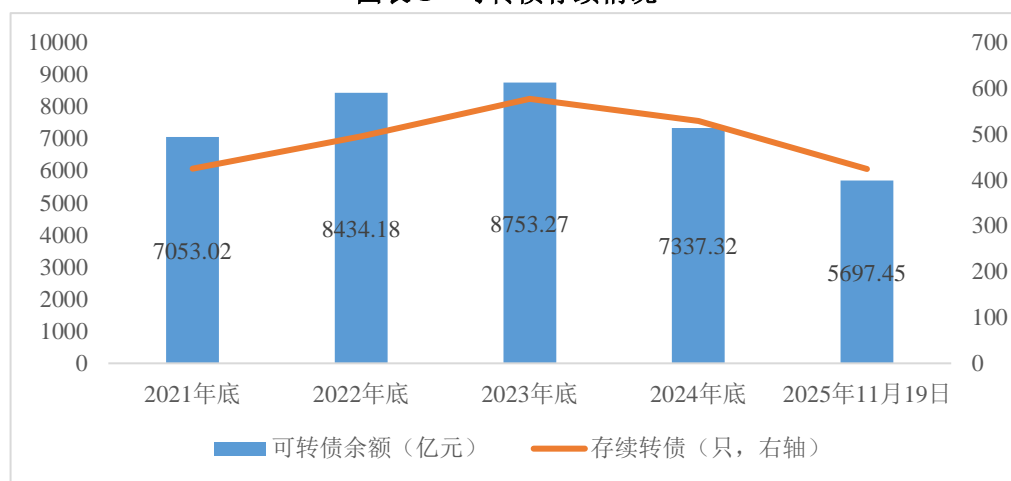


一、可转债风险概况

2024 年成为可转债市场的重要转折点，长期以来的零违约格局被打破，2024—2025 年，5 只转债相继发生实质性违约，多行业评级下调事件频发，5 只转债随正股同步退市，信用风险集中凸显。

2019—2023 年，可转债市场进入大规模发行阶段，年均发行超 100 期，市场规模持续扩容。2024 年及 2025 年至今，受再融资新规约束、转股及强赎行为激增的影响，市场规模呈现萎缩态势。截至 2025 年 11 月 19 日，可转债存续数量为 424 只，存量规模为 5697.45 亿元。

图表 1 可转债存续情况



资料来源：Wind，联合资信整理

（一）实质性违约

2024 年起，可转债市场首次出现实质性违约案例，截至 2025 年 11 月，已有 5 只上市转债未能按期偿付本息，具体情况如下表所示：

图表 2 公开发行的可转债违约主体

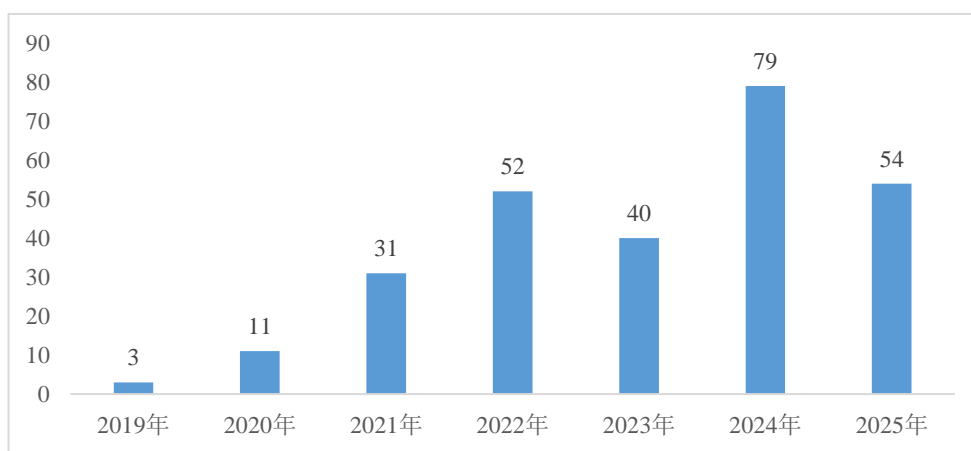
债券简称	发行人	违约日	实质违约债券余额(亿元)
搜特转债	搜于特集团股份有限公司	2024-03-12	7.84
鸿达转债	鸿达兴业股份有限公司	2024-06-27	3.37
蓝盾转债	蓝盾信息安全技术股份有限公司	2024-08-13	1.00
岭南转债	岭南生态文旅股份有限公司	2024-08-14	4.11
中装转 2	深圳市中装建设集团股份有限公司	2025-08-19	9.94

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）评级下调

2019 年以来，累计 123 只可转债遭遇 270 次评级调降，评级下调整节奏与市场环境及行业风险密切相关。2023 年作为疫情防控转好后的经济恢复期，规上工业企业利润降幅大幅收窄，叠加央行稳健货币政策的实施，市场流动性合理充裕，评级下调家数同比下降；2024 年作为可转债实质违约元年，多起违约事件引发市场对转债信用风险及定价体系的重估，叠加地产行业持续低迷引发的产业链风险外溢、多行业政策调整及产业转型风险暴露等因素，评级下调数量激增。

图表 3 2019 年以来可转债评级下调情况（单位：次）

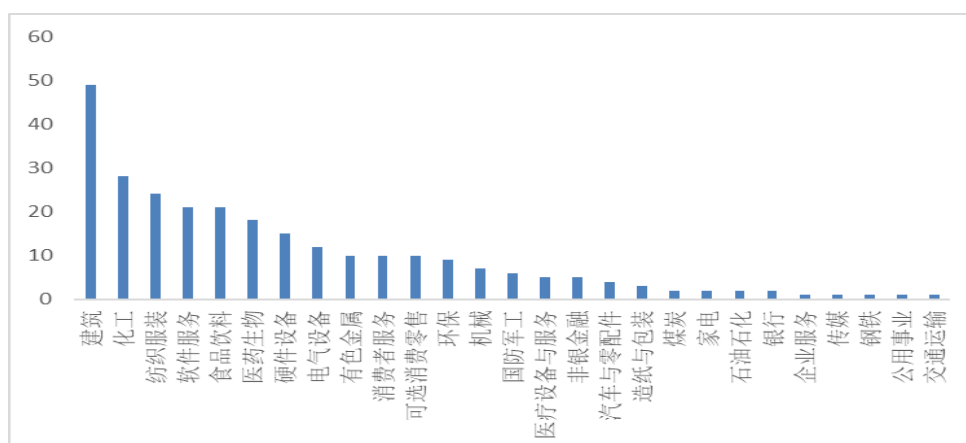


注：2025年数据系截至2025年11月19日

资料来源：Wind，联合资信整理

从行业分布来看，评级下调呈现显著集中特征：建筑行业以 49 次下调居首，化工、纺织服饰、软件服务、食品饮料等行业降级次数超 20 次，医药生物、硬件设备、电气设备等多个行业降级次数也超过 10 次，反映出行业周期性波动与风险传导的显著影响。

图表 4 评级下调转债主体行业分布情况（单位：次）



资料来源：Wind，联合资信整理

（三）退市

截至目前，国内可转债市场共有 5 只转债跟随正股同步退市，退市后均进入退市板块挂牌转让。其中，搜特转债、蓝盾转债和鸿达转债因到期无法兑付本息已发生实质性违约；广汇转债和普利转债虽尚未出现本息兑付违约，但面临极高的潜在违约风险，具体情况如下表：

图表 5 随正股同步退市可转债情况

债券简称	摘牌日	退市原因	是否违约
蓝盾转债	2023/6/30	财务类强制退市	已违约
搜特转债	2023/8/11	交易类强制退市	已违约
鸿达转债	2024/3/18	交易类强制退市	已违约
广汇转债	2024/8/28	交易类强制退市	尚未违约
普利转债	2025/5/22	重大违法强制退市	尚未违约

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、可转债风险成因：债性与股性双重驱动的风险共振

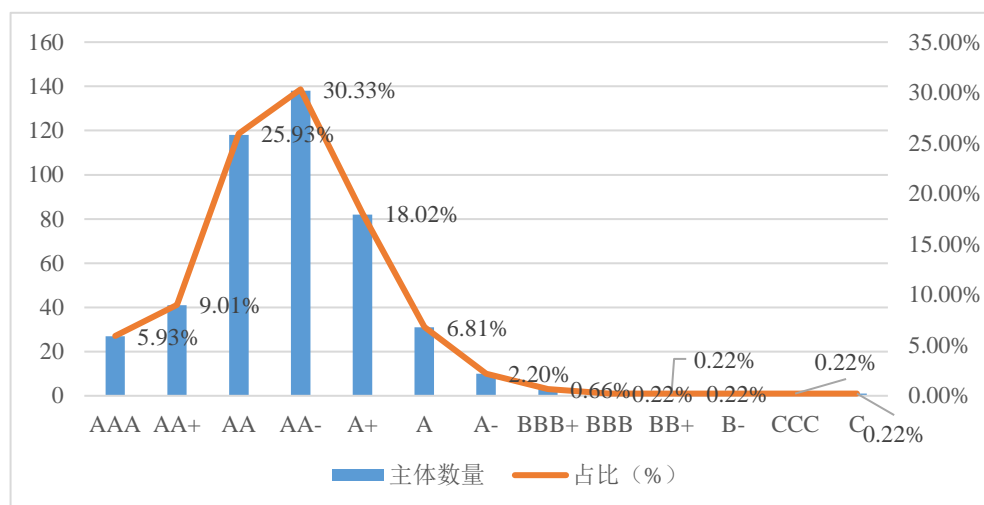
可转债风险根植于“债性”与“股性”的双重属性，核心源于主体资质短板与市场政策变化的叠加。经营端，受外部环境波动、周期行业错配、并购商誉减值及公司治理缺陷等因素影响，经营承压；市场端，权益疲软削弱转股逻辑叠加退市新规收紧，弱资质主体出清加速，信用风险与退市风险深度绑定。双重风险相互传导，需聚焦业绩亏损、小市值、财务瑕疵及治理缺陷类主体，警惕违约与退市连锁反应。

可转债风险的产生源于其“债性”与“股性”双重属性的内在关联，既受发行主体经营基本面的影响，也与市场环境及政策变化密切相关，具体可从经营风险与市场风险两个维度解析。

（一）经营风险—债性视角

可转债发行主体以小规模民营企业为主，资质普遍偏弱，化工、电子、机械设备等偏周期成长型主体占比较高，优质银行转债占比持续下降，存量转债信用评级整体呈现弱化趋势。截至 2025 年 10 月末，存续公募可转债中，AA+及以上高级别主体占比仅 14.95%，AA 级别主体占比 25.93%，AA-及以下低评级主体占比高达 59.12%，这一结构特征使得可转债市场天然面临较高的经营风险敞口。

图表 6 截至 2025 年 10 月末存续公募可转债级别分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

1、外部环境变化引发企业经营承压

转债发行主体对外部环境变化的敏感性显著高于以国有企业为主的信用债发行主体，宏观经济下行、政策变化、突发事件等因素容易对相应行业造成较大冲击，相关转债容易出现风险事件。

地方财力不足，市政工程类转债主体经营压力增大。近年来，部分区域的地方政府财政压力加大，导致从事市政园林、道路绿化、植被修复和生态景观等业务的企业出现项目停工、订单骤减、业务萎缩、回款难度高等问题，部分企业面临持续经营风险。例如花王转债、冠中转债等。

房地产行业持续低迷，信用风险向下游建筑装饰、轻工业制造等行业蔓延。自 2020 年政策调控以来，房地产行业持续低迷，部分房企拖欠供应商账款、票据逾期、债券违约，地产行业风险向下游产业链蔓延。例如以恒大为主要客户的全筑转债、文科转债，与碧桂园等房企高度绑定的帝欧转债等。

突发事件、环保政策等因素对相关转债主体影响大，此类信用风险不易扩散。2020 年初，受突发公共卫生事件影响，文旅部暂停全国旅行社及在线旅游企业经营团队旅游业务及在线旅游产品，旅游业遭受重挫，出入境旅游业务停滞，从事相关业务的企业受影响很大，例如众信转债。环保政策方面，2018 年，辉丰转债的农药生产线因环保问题全面停产，受到多项行政处罚，同时被证监会和公安局立案调查，企业陷入极大的经营风险。

图表 7 外部环境变化使企业经营承压案例

行业	债券简称	风险事件	结果
市政工程	花王转债	花王股份主营生态景观设计、生态环境治理等业务，2020 年其位于武汉市的工程项目停滞，加之新承接项目进度放缓，经营业绩大幅下滑（2020 年以来持续亏损）。同时，由于其主要客户为地方政府，项目回款不力，企业营运资金承压。此外，控股股东花王集团债务逾期，对公司资金占用，所持公司股份被质押、冻结，公司融资能力大幅下降。	六次下调评级，由 AA-至 B-/负面。花王转债通过下修股价、触发强赎两大关键动作推动持有人转股，最后仅 75.7 万元余额未转股。
	冠中转债	冠中生态主营植被恢复、土壤治理业务，客户群体以政府部门及其授权的国有企业为主，近年来由于地方财政开始进入“紧平衡”状态，难以安排政府付费项目的预算，新签订单大幅下降，已签项目业主方调整方案、缩减预定工作量，已完成项目回款困难，应收账款持续增长，2024 年以来亏损，公司经营获现持续为负。	2025 年被下调信用评级，由 A 下调至 A-/稳定。
建筑装饰	全筑转债	全筑股份主营建筑装饰业务，深度依赖房地产行业，公司 40%以上的业务来自恒大，受恒大风险暴露影响，公司新签订单大幅下滑，2021 年开始持续计提大额坏账，2022 年收入腰斩，经营获现能力丧失，财务指标全面恶化，票据逾期，实质性兑付风险暴露。	七次下调评级，由 AA 至 B-/负面。2023 年 11 月，公司进入破产重整程序，债券提前到期。5.05 万元以下现金清偿+70%转股+30%信托受益权。投资者损失率为 50-60%。
	文科转债	文科股份主营建筑装饰与园林工程，受恒大暴雷拖累，项目回款不佳，坏账+工抵房计提大额减值损失；生态园林业务收缩，营收下滑，2021 年开始净利润持续亏损，经营获现持续为负。	三次下调评级，由 AA-下调至 A-/稳定。
	帝欧转债	帝欧水华主营卫浴、建筑陶瓷产品的生产销售，公司和碧桂园等房企绑定程度高，地产行业下行导致计提大额减值，2022 年以来持续亏损，大股东股权质押率高。	三次下调评级，由 AA-至 A-/稳定。
旅游业	众信转债	众信旅游主营旅游批发零售、产业链服务，受疫情影响，公司主业出境游服务无法开展，2020 年-2022 年营收大幅下滑，大额亏损。	两次下调评级，由 AA 下调至 BBB/负面。多次下修转股价，2022 年 11 月底，转债价格达到 170 多元，触发强制赎回，80%以上转股，剩余转债全额赎回。
农用化工	辉丰转债	辉丰股份主营农用药剂的生产销售、油品和大宗化学品贸易等业务，2018 年因环保问题，中央环保督察组进驻，叠加信披违规，触发立案调查。重要子公司因环保原因被责令关闭，生产经营受到严重影响，2018-2020 年连续亏损，2022 年以来收入持续下滑，亏损局面未改善，目前已经因业绩问题 ST，存在退市风险。	三次下调评级，由 AA 下调至 A-/负面。2020 年转债触发回售条件，对应回售资金规模超 8.4 亿元，企业成功融到资金，完成回售，仅剩 2400 万元债券，兑付压力大幅缓解。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2、周期性行业下行期风险凸显

周期性行业的特征是盈利与经营数据随宏观经济周期、行业供需格局呈周期性波动，行业景气度峰值与低谷交替出现，典型的周期性行业集中在能源、化工、农林牧

渔等领域。周期性行业存在顺周期扩张特性，企业倾向于在行业景气度高位扩大产能、增加杠杆，导致债务压力集中，下行期偿债能力明显弱化，这也是周期性行业转债风险高发的核心原因。例如 2020 年的生猪养殖、2022 年的光伏行业，正邦转债因猪价下行期债务高企进入破产重整，晶能转债则因光伏产品价格下滑出现大额亏损。所以强周期行业的风险本质是“周期波动与企业经营决策”的错配，尤其需要关注目前光伏行业的转债存续主体。

图表 8 周期性行业经营风险案例

行业	债券简称	风险事件	结果
农林牧渔	正邦转债	正邦科技主营生猪养殖，2018 年猪价上行期激进扩产，产能从 200 万头飙升至 1000 万头，债务规模同步扩大。2020 年猪价进入下行周期，叠加饲料成本上涨、环保压力，2021-2022 年分别亏损 191 亿元和 143 亿元，2022 年末资产负债率达 148%。2023 年 7 月进入破产重整，转债提前到期。	多次下调评级至 CC/负面，最终通过“10 万元以下现金清偿+70%转股+30%信托受益权”方案处置，投资者整体损失率超过 60%。
	龙大转债	龙大美食主营生猪屠宰业务，业绩受生猪价格波动影响很大，2021 年以来收入持续大幅下滑，业绩在 2021 年和 2023 年呈现大额亏损，2025 年前三季度仍表现为亏损。	三次下调评级，由 AA 到 A-/负面。
光伏行业	晶能转债	晶科能源主营产品为太阳能光伏组件，2024 年公司光伏组件出货量居全球第一。2023 年公司发行 100 亿元可转债，70 亿元用于扩张产能--四条生产线的建设，30 亿元用于补充流动资金及偿还银行借款。2022-2023 年，公司收入快速增长，两年实现利润超过 110 亿元。2024 年受光伏行业供需失衡影响，价格大幅下滑，公司营收下降 22%，利润出现亏损；2025 年前三季度，营收同比进一步下降 33%，亏损 55 亿元。	扩充产能项目总投资 207 亿元，2024 年末已投 67 亿元，后续的投资压力很大，且面临产能消化风险。
化工行业	鸿达转债	鸿达兴业主营 PVC、烧碱等氯碱化工产品，2019 年母公司鸿达兴业集团债券违约，资金链断裂传导至上市公司。2022-2023 年氯碱行业下行，产品价格下跌叠加子公司乌海化工停产、破产重整，公司营业收入连续两年降幅超过 25%，2023 年前三季度净亏损 8.2 亿元。2024 年 3 月，正股因股价连续 20 日低于 1 元触发交易类退市，转债同步退市；6 月无法兑付回售本息，12 月再次逾期支付利息。	退市+违约
	三房转债	三房巷主营瓶级聚酯切片和 PTA，受行业产能过剩影响，2023 年以来核心产品毛利率为负，企业持续亏损，且亏损面不断扩大。	两次下调评级，由 AA 降至 A+/稳定。

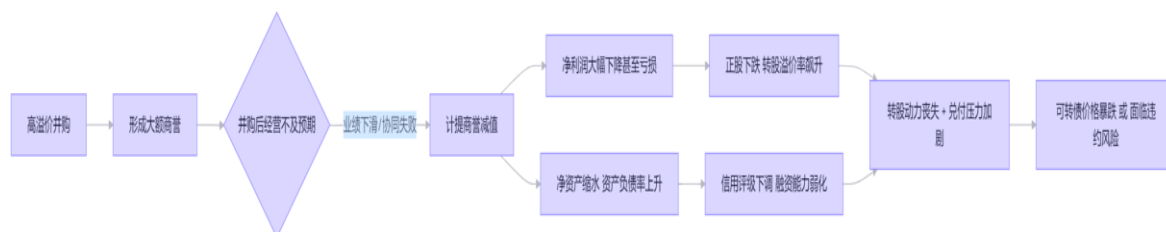
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3、并购不力产生商誉减值风险

高溢价并购后的商誉减值是可转债主体重要经营风险之一，主要表现为两类情形：一是并购标的业绩未达预期，引发持续性商誉减值拖累主体业绩，如盟升转债因收购标的业绩断崖式下跌导致大额亏损；二是并购标的存在财务造假等严重瑕疵，对主体

经营产生重大不利影响，久其转债、蓝盾转债、亚药转债等均因并购标的问题引发商誉减值及经营恶化。2024 年年报数据显示，522 家存续非定向转债主体中有 110 家存在商誉减值，合计减值金额为 55.65 亿元，其中有 44 家净利润呈亏损状态。

图表 9 商誉减值风险传导机制



资料来源：联合资信整理

图表 10 并购不力产生经营风险案例

行业	债券简称	风险事件	影响
信息技术	盟升转债	盟升电子主营卫星导航和卫星通信系统的研发和生产，2021 年公司对南京萤火高价收购（溢价率 833.75%），业绩对赌期刚过，南京萤火营收和利润断崖式下跌，公司 2024 年亏损 3.25 亿元，其中商誉减值 7911 万，标的企业不仅未带来新增长点，反而拖累主业。	两次下调评级，由 AA-下调至 A/稳定。
	久其转债	久其软件主营软件和数字传播业务，2014-2017 年收购的华夏电通、亿起联科技等核心标的，均出现业绩未达预期的情况，直接导致公司长期面临商誉减值压力。2017 年收购上海移通，业绩承诺期内完成率大幅低于预期，且审计过程中发现上海移通虚增营收利润，造成公司 9.80 亿元的净损失，公司在 2018 年年报中计提大额商誉减值 10.77 亿元，且后续的经营中持续计提减值。	两次下调评级，由 AA-下调至 A/稳定。多次下修转股价，2022 年 11 月触发强赎，后大部分转股，剩余转债赎回。
	蓝盾转债	蓝盾股份主营业务为提供信息安全整体解决方案，2014-2017 年耗资 21 亿元并购华炜科技、中经电商、汇通宝等多家企业，产生高额商誉，占净资产比重超过 80%，并购标的业绩不达标且中经电商财务造假，2019 和 2022 年公司分别计提商誉减值为 7.51 亿元和 4.94 亿元，同时公司自 2020 年开始多次收到监管函及处罚，经营持续恶化。	五次下调评级，由 AA 下调至 CC/负面。2021 年 3 月触发回售，公告“资金紧张，无力支付回售资金”；2022 年 4 月，蓝盾股份因 2021 年审计报告被出具无法表示意见，股票被实施退市风险警示（*ST 蓝盾）；2023 年 2 月，再次触发回售条款；4 月触发财务类退市指标，被退市；10 月被宣告破产清算；2024 年 8 月 13 日实质性违约。
医药行业	亚药转债	亚太药业主营医药制造业务，2015 年以 9 亿元高价收购上海新高峰，2019 年上海新高峰业绩大幅下滑，且存在连续三年虚增营收利润的财务造假行为，亚太药业 2019 年大额亏损，后亚太药业失去上海新高峰控制权。	七次下调评级，由 AA 下调至 CCC/稳定。2025 年 4 月完成兑付。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4、公司治理缺陷风险

民营企业常见的公司治理缺陷是可转债风险的重要诱因，主要包括信息披露违规、实控人或高管违法违规被立案调查、控股股东债务危机传导、股权质押比例高等问题。其中，信息披露违规是上市公司高发的违规类型，根据证监会披露的 2024 年全年执法情况，信息披露案件达 249 件，居各类案件首位，占当年查办的证券期货违法案件总数的 34%。近两年可转债下调评级案例中，约三分之一源于治理相关问题。

图表 11 公司治理风险案例

行业	债券简称	治理缺陷表现	影响
医疗信息行业	思创转债	思创医惠主营业务为智慧医疗与商业智能，治理缺陷主要表现为（1） 大股东资金占用 ：2020-2021 年累计占用上市公司资金 3.7 亿元；（2） 财务造假 ：虚增利润超 2 亿元；（3） 信息披露违规 ：在可转债发行文件中隐瞒关联方资金往来；（4） 内控形同虚设 ：审计委员会、独立董事未能履职；（5）审计机构对其 2020-2022 年年报均出具 非标意见 。	四次下调评级，由 AA-下调至 BB/负面。 2024 年 11 月 22 日完成赎回，12 月 2 日转债摘牌退市。 2025 年因涉嫌欺诈发行被公安机关立案侦查，转债已兑付，风险尚未终结。
医疗行业	普利转债	普利制药主营业务为化学药剂的研发生产，治理缺陷主要表现为（1）涉嫌重大 财务造假 ，被证监会立案；（2）2023 年财报被出具“ 无法表示意见 ”；（3）独立董事集体质疑内控有效性；（4）管理层频繁更换。	五次下调评级，由 AA-下调至 B+/负面。 正股触及重大违法于 2025 年 4 月退市，普利转债同步终止上市。 目前存续债券余额 2.02 亿元，到期日为 2027 年 2 月 9 日，面临很大的兑付风险。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（二）市场风险—股性视角

1、权益市场疲软削弱条款博弈有效性

可转债兼具“债性”与“股性”，权益市场表现直接影响其转股退出路径的有效性，主要通过两条路径加剧转债风险：**第一**，转股价值¹压缩，转股动力丧失。股价持续下跌使转股价值低于债底²，投资者转股意愿下降，发行人无法通过转股减轻偿债压力，只能依赖自身现金流兑付。2023 年蓝盾转债、搜特转债因正股股价持续低迷，转股比例极低，最终因无法兑付触发违约。**第二**，回售压力激增。权益市场疲软导致

¹ 转股价值=可转债面值/转股价格*正股价格

² 债底指可转债按纯债逻辑计算的最低理论价值，通常为债券本金及应付利息按市场无风险利率贴现后的现值

股价跌破回售触发价（通常为转股价格的 70%），投资者行使回售权，要求发行人集中兑付，若发行人现金流不足则直接引发违约，2024 年搜特转债因股价连续 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，此类因权益市场环境恶化导致的条款博弈失效，是转债风险的重要外部传导路径。

2、市场流动性恶化引发踩踏式下跌

市场流动性分层或资金撤离，易引发转债市场“恐慌性抛售-价格下跌-流动性枯竭”的恶性循环，属于系统性风险，尤其对低评级、低流动性转债冲击显著。2024 年 6—8 月，受权益市场疲软与违约事件密集爆发影响，投资者避险情绪升温，机构投资者（如债券基金）被迫抛售低评级转债以应对赎回压力，导致 183 只转债价格跌破面值（占存量主体 35.4%），部分转债跌幅超 40%，甚至超过正股跌幅。这种因外部流动性环境恶化引发的风险，不仅削弱了转债的“债底保护”功能，还可能通过流动性冲击传导至整个市场，例如 2024 年低价转债与高溢价转债因流动性溢价上升，估值进一步压缩，形成“信用风险-流动性风险”的双向传导，加剧市场波动。

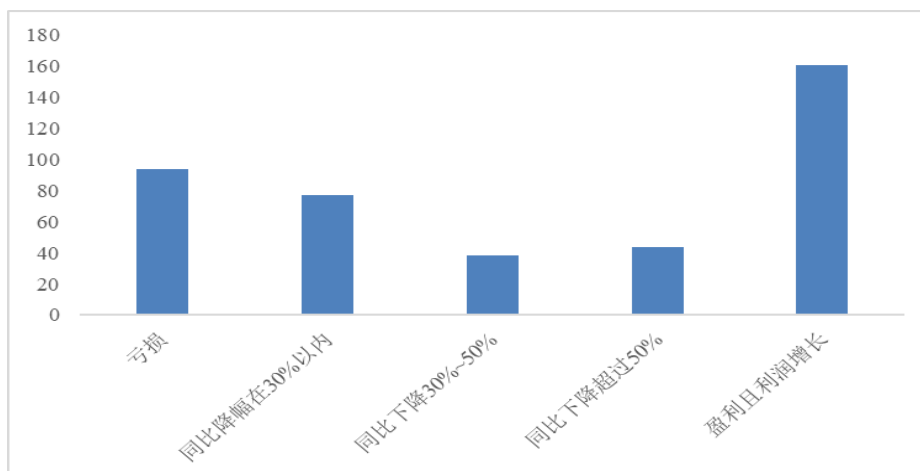
3、退市新规收紧加速弱资质主体出清

2024 年国务院“新国九条”强化退市监管导向，沪深交易所修订相关规则，构建起财务类、交易类、重大违法类、规范类四类严格的强制退市体系，推动绩差股、劣迹股“应退尽退”，对可转债市场产生深远影响。

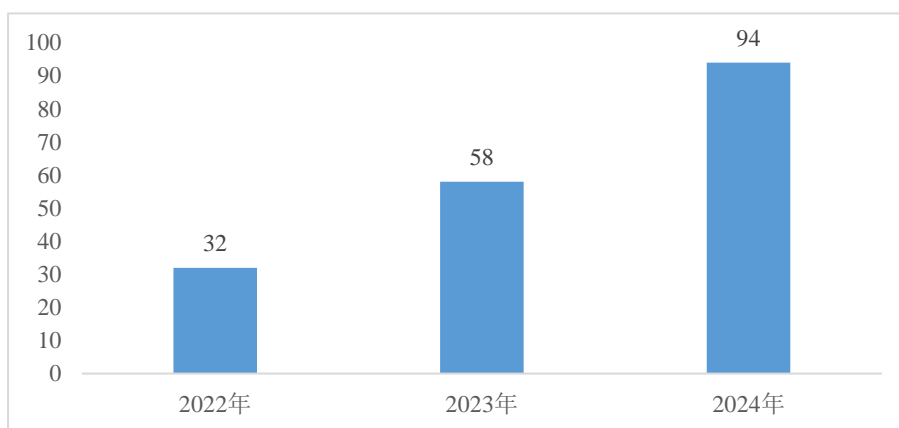
财务类强制退市：指标收紧与考核升级

财务类强制退市作为清退弱资质企业的核心抓手，新规在原有基础上进行了多重优化，大幅提升了退市门槛的精准度与严苛性。主板企业财务类退市的组合指标实现双重升级：一是营收门槛从“低于 1 亿元”上调至“低于 3 亿元”，科创板与创业板则维持 1 亿元标准不变；二是考核维度新增“利润总额”，形成“利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负+营收不达标”的双重约束。同时，*ST 公司若想撤销退市风险警示，需满足“内部控制审计报告为无保留意见”的新增要求，进一步强化了对企业治理规范性的考察。

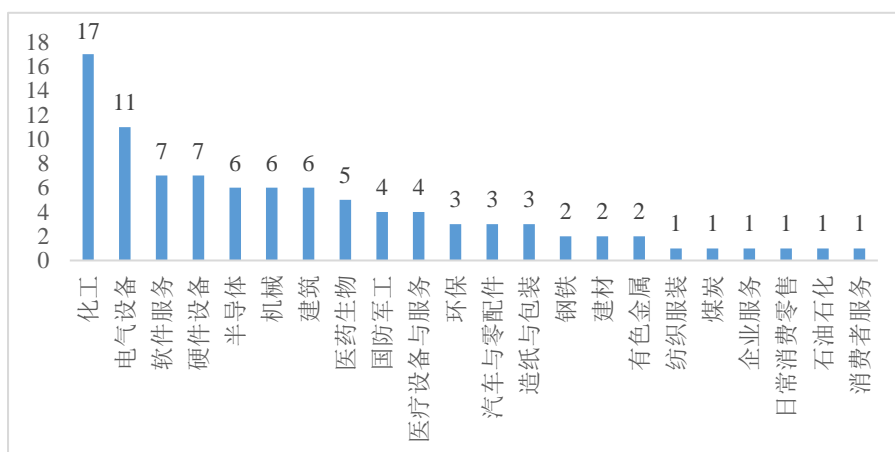
新规以 2024 年年报作为首个适用年度，2023 年仍按原规则执行。根据统计，2024 年主板存续转债主体中业绩亏损的达 94 家，其中 4 家亏损主体已触及新规“营收低于 3 亿元”的指标，若 2025 年经营状况未改善，将大概率触发退市风险警示或终止上市。对于连续两年及以上业绩亏损的转债主体，其财务类退市风险需持续跟踪。

图表 12 2024 年转债存续主体盈利情况


资料来源：Wind，联合资信整理

图表 13 近三年转债存续主体亏损数量（单位：家）


资料来源：Wind，联合资信整理

图表 14 2024 年主板转债主体利润亏损的行业分布（单位：家）


资料来源：Wind，联合资信整理

交易类强制退市：市值门槛提升与中小市值风险凸显

交易类退市指标的修订聚焦于市场化退出功能的强化，重点调整了主板市值标准，同时保留核心交易维度的考核要求。主板 A 股（含 A+B 股）的市值退市标准从“连续 20 个交易日低于 3 亿元”提高至“低于 5 亿元”，科创板与创业板则维持 3 亿元标准不变；成交量、股价、股东人数等核心指标保持稳定，仍为“连续 120 个交易日累计成交量低于 500 万股”“连续 20 个交易日收盘价低于 1 元”“连续 20 个交易日股东人数低于 2000 人”。

主板市值退市指标自新规发布之日起六个月后起算相关期限。截至 2025 年 10 月底，无存续转债主体市值低于 5 亿元，但仍有 7 支转债正股价格介于 1~3 元，价格波动引发的退市风险需重点关注。

重大违法类强制退市：造假打击加码与覆盖范畴拓展

新规针对财务造假等重大违法行为，进一步降低了退市门槛，扩大了适用范围，形成对违法违规行为的强力震慑。新规将财务造假退市按时间周期分为三个层次：单一年度虚假记载金额超 2 亿元且占比达 30%以上、连续两年累计超 3 亿元且占比达 20%以上、连续三年及以上存在虚假记载，均将直接触发退市。其中，2024 年度及以后发生的造假行为适用前两项标准，2020 年度及以后的造假行为适用第三项标准。同时，新增“财务造假 ST 情形”，未触及退市标准的造假行为，将对企业实施其他风险警示。

近年可转债市场中，已有多家主体因财务造假、欺诈发行被证监会立案调查，8 家企业违规处罚金额超千万元。新规实施后，财务数据存在瑕疵、审计意见为非标准意见的转债主体，或将成为监管重点清退对象。

规范类强制退市：新增情形与治理约束强化

新规首次纳入三类规范运作相关退市情形，直指资金占用、内控缺陷、控制权争夺等市场乱象，填补了原有规则的监管空白。

新增退市情形主要为：第一，控股股东及其关联方非经营性占用资金余额超 2 亿元或占最近一期经审计净资产 30%以上，未按期整改的予以退市；第二，连续两年内控审计报告为非标意见或未按规定披露，将实施 ST，第三年仍未改善则退市（2024 年为首个适用年度）；第三，因控制权无序争夺导致投资者无法获取有效信息，未按期整改的，将逐步触发 ST 及退市。对于新规施行前已存在的资金占用行为，若现任实际控制人与占用方无关联关系，可免于适用新规；若新规施行后实际控制人发生变化，则需严格遵守相关要求。这一修订将加速内控治理存在重大缺陷的转债主体出清，推动市场生态优化。

强制退市新规的全面落地，使得可转债市场的信用风险与退市风险深度绑定。一方面，弱资质转债主体（业绩亏损、小市值、财务造假、内控缺陷）触发退市的概率显著提升，而退市后企业因资金短缺导致可转债违约的概率极高；另一方面，新规通过削减“壳”资源价值，引导市场资金向优质主体集中，推动可转债市场高质量发展。

未来需重点关注四类转债主体：一是 2024 年业绩亏损且营收低于 3 亿元的主板企业；二是市值距离 5 亿元较为接近的中小市值主体；三是审计意见为非标、存在财务造假嫌疑的企业；四是涉及资金占用、控制权争夺的主体，其信用资质变化与退市风险需持续跟踪。

三、可转债风险处置的多元路径与实践特征分析

可转债风险处置呈现“常规化解-极端处置”的梯度路径体系，条款博弈为主流常规路径，其成效取决于下修幅度、合规约束与市场信心维护的协同；提前赎回与引入战投依赖现金流储备或外部资源注入；债务重组、破产清算及退市联动属极端情形，易引发显著损失或违约，路径选择本质是基本面、条款设计与外部支持的综合权衡。

可转债作为兼具债权与股权特性的混合型金融工具，风险事件发生后的处置路径呈现差异化特征。通过对市场典型案例的分析，本研究认为：可转债在面临兑付压力或违约风险时，主要通过条款博弈促转股、提前赎回、引入战投、债务重组/破产清算以及正股退市等路径进行风险化解或处置。不同路径的选择取决于公司经营状况、条款设计及市场环境等多重因素，对投资者收益影响显著。

（一）条款博弈：下修转股价格促转股退出

条款博弈路径是可转债风险事件中最常见且最重要的处理路径。当可转债正股价格持续低于转股价格，导致转股价值低迷、投资者转股意愿不足时，发行人可通过下修³转股价格这一条款博弈手段，规避回售⁴，降低转股门槛，激发投资者转股积极性，从而减轻自身偿债压力，实现可转债退出。成功下修转股价格的关键在于发行人对市场情绪的把握、股东层面的沟通协调以及下修幅度的合理性。

成功上岸转债案例

花王转债是条款博弈成功的典型案例。2022 年，花王股份受地方财政压力影响，工程项目回款受阻，股价持续下跌，转股价值长期低于 80 元，可转债价格跌至 88 元，

³当股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格 85%时，发行人董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决。

⁴在可转债的最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值及利息回售给公司。

发行人面临较大兑付压力。为推动转股，公司于 2023 年 3 月召开股东大会，审议通过《关于向下修正可转换公司债券转股价格的议案》，将转股价格从 12 元/股下修至 8 元/股。转股价格下修后，正股价格虽仍在 8-9 元区间波动，但转股价值提升至 100-112.5 元，投资者转股意愿显著增强。随后，公司通过释放积极的经营信号，如中标多个小型市政项目、与地方政府达成回款协议等，推动正股价格在 2023 年 6 月突破 10 元，触发强赎⁵，公司随即发布强赎公告，促使投资者加速转股。截至强赎登记日，花王转债转股比例达 99.92%，仅剩余 75.7 万元余额未转股，成功通过条款博弈实现大部分转债转股，大幅降低了兑付压力。

山鹰转债亦是典型的下修+利好消息成功化债案例。由于山鹰国际面临较大的短期偿付压力叠加正股价格低迷（低于 2 元），投资者形成“违约+退市”的双重悲观预期，因此山鹰转债价格一度跌至 80 元以下。为了化债，公司采取了一系列措施重塑市场信心，包括出售子公司回笼资金、大股东增持股票、高管买入转债，同时山鹰转债破净下修到底。在下修和释放利好消息的操作下，山鹰转债价格拉升至 113 元（到期兑付价格）以上，出现大额负溢价转股，山鹰转债剩余规模快速压缩，最终安全着陆。

值得关注的是，条款博弈并非万能，需满足一定条件。**首先**，下修转股价格需获得股东大会批准，若大股东持股比例较低或中小股东对下修方案存在分歧，可能导致下修议案无法通过；**其次**，下修幅度需合理，若下修幅度过小，转股价值提升有限，难以激发转股意愿，若幅度过大，可能引发股东对股权稀释的担忧，同时也会降低可转债未来的潜在收益空间；**第三**，明确下修是否能够突破每股净资产的限制，通常国有企业会要求下修转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值，谨防国有资产流失。**最后**，下修后需配合一定的市场运作，如稳定正股价格、释放利好消息等，否则转股效果可能不及预期。

岭南转债则是条款博弈失败，正股未退市，可转债违约的首个案例。岭南股份自 2018 年 12 月开始至 2024 年 7 月先后 8 次将转股价格自 10.63 元/股下修至 1.4 元/股，但这仍远高于其正股价格，从而导致投资者放弃转股。可以看到的是，在 2024 年 7 月 20 日，公司决定不再进一步下修转股价格，主要原因或许如下：**第一，受法定价格底线约束**。根据岭南转债募集说明书约定，修正后的转股价格必须不低于股东大会召开日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价和前一交易日交易均价的较高者，同时不能低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。当时转股价格为 1.4 元，最

⁵在转股期内，如果发行人股票价格在任何连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），发行人有权决定按照债券面值加当期应计利息赎回全部或部分未转股的可转债。

近一期经审计的每股净资产为 1.19 元，正股价格已降至 0.90 元左右，为防止国有资产流失，已经基本没有下修空间。**第二，控制权制约。**截至 2024 年 7 月，岭南转债余额为 4.89 亿元，以 1.4 元/股的转股价格计算，若 4.89 亿元的可转债余额全部转股，则转股数量在 3.5 亿股左右，此规模将超过公司实控人所控制的表决权数量，作为国有控股上市公司，国有股份被大幅稀释，实控人或丧失控制权。

（二）提前赎回（兑付）：回售条款触发后的资金兑付

提前赎回是指发行人在可转债到期前，按照约定的价格（通常为面值加上当期应计利息）向投资者赎回全部或部分可转债，这种方式通常发生于正股价格太低触发回售条款的可转债。当正股价格长期低于转股价格时，转股溢价率⁶会大幅攀升，即转股无收益，转债完全沦为“纯债属性”，纯债收益率⁷可能低于市场同类债券，且后续正股反弹概率较低（如行业下行、公司经营恶化），投资者选择回售锁定确定性收益（本金+利息），而非被动持有至到期。

辉丰转债就是提前赎回的典型示例。2020 年，辉丰股份因连续亏损，股价跌至 2 元，远低于 5.4 元的转股价格，触发回售，投资者集中选择回售，对应回售资金规模超 8.4 亿元，企业成功融到资金，完成回售，仅剩 2400 万元债券，兑付压力大幅缓解。对转债发行人而言，被回售意味着融资失败且对发行人的现金流有很大冲击，如果没有充足的货币资金，则可能提前触发违约。

（三）外部赋能：引入战略投资者化解流动性危机

当可转债发行主体陷入经营困境或面临流动性危机，自身难以通过内部调整化解风险时，引入战略投资者成为重要的风险化解途径。战投通常具备资金、技术、管理、市场渠道等方面的优势，能够为发行人注入资金、优化治理结构、拓展业务领域，从而帮助发行人摆脱困境，提升偿债能力，保障可转债投资者的利益。

浦发转债为成功引入战投、多方共赢的典型示例。浦发银行于 2019 年 11 月发行 500 亿元可转债，初始转股价格 15.05 元/股，因正股股价长期低迷，始终未能触发强赎，导致转股进程陷入停滞。截至 2025 年 3 月末，浦发转债累计转股金额仅 144 万元，未转股比例高达 99.99%，几乎面临全额现金兑付压力。这不仅会造成大额现金流流失，还将显著拉低资本充足率，严重制约其业务发展空间。自 2025 年 6 月起，浦发银行引入信达投资、东方资产、中国移动三大战略投资者，通过“购债转股”的

⁶转股溢价率即转债价格高于转股价值的幅度，转股溢价率=转债价格/转股价值-1。

⁷纯债收益率即转债价格高于债底的幅度，纯债收益率=转债价格/债底-1。

方式破解困局，最终浦发转债转股率达到 99.67%，仅余 1.63 亿元转债需兑付。对于发行人而言，彻底化解兑付危机；对于战略投资者而言，可通过银行约 5%的分红比例获得稳定收益，且还能获得股价上涨收益；对于市场而言，专业机构与核心股东的联合增持传递出积极信号，稳定市场波动，实现了多方共赢。

（四）极端处置：债务重组与破产清算路径

当可转债发行主体经营状况持续恶化，资不抵债，无法通过上述几种方式化解风险时，可能进入债务重组或破产清算程序，这是可转债风险事件的极端处理路径，通常会导致投资者面临较大损失。债务重组与破产清算的核心区别在于发行人是否具备持续经营能力。若发行人仍有核心业务价值，通过重组有望恢复经营，则优先选择债务重组；若发行人已无持续经营可能，资产价值较低，则进入破产清算程序。相较于债务重组，破产清算损失更大。

1、债务重组

债务重组是指在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的协议或法院的裁定作出让步的事项。在可转债领域，债务重组通常包括调整债务偿还期限、降低债务利率、减免部分债务本金或利息、将债务转为股权等方式，其目的是通过减轻债务人的偿债压力，帮助债务人恢复经营能力，从而最大限度地保护债权人利益。

正邦转债、全筑转债均为通过债务重组实现部分清偿的案例。正邦科技于 2023 年 7 月进入破产重整程序，正邦转债提前到期，重整达成债务重组协议，最终清偿方案为“10 万元以下现金清偿+70%转股+30%信托受益权”，投资者整体损失率约为 50-60%。全筑股份于 2023 年 11 月进入破产重整程序，全筑转债提前到期，最终清偿方案为“5.05 万元以下现金清偿+70%转股+30%信托受益权”，投资者损失率为 50-60%。

2、破产清算

当发行人无持续经营能力，且通过债务重组无法恢复偿债能力时，将进入破产清算程序。在破产清算中，可转债投资者作为债权人，需按照法定的清偿顺序参与财产分配。截至 2025 年 11 月，可转债市场尚未出现典型的破产清算案例，但从信用债市场的历史经验来看，破产清算对债权人的损失很大。

（五）风险终局：正股退市下的转债退市与违约风险

随着退市新规的实施，正股因触发财务类、交易类、重大违法类、规范类等退市指标而退市的情况逐渐增多，正股退市后，可转债通常会同步退市，虽然退市不等于违约，但从目前已退市的转债案例看，由于发行人经营状况恶化、资金短缺，退市转债违约风险极大，退市也成为转债市场最严重的风险。截至目前，国内可转债市场中跟随正股同步退市的转债共有 5 只，发生实质性违约的为搜特转债、蓝盾转债和鸿达转债；广汇转债和普利转债尚未到期，未发生实质性违约。

搜特转债自 2021 年以来经历了多次评级下调，并于 2022 年被债权人申请对其破产重整；2023 年 8 月因触发面值退市条款，搜于特及搜特转债被终止上市，2024 年 3 月，搜于特因未能及时兑付搜特转债利息构成实质违约。

广汇转债于 2024 年 8 月因正股触发交易类强制退市而摘牌退市，退市后完成了 2025 年度转债利息的兑付，目前未发生实质性违约，但公司已陷入严重资金危机。2025 年 11 月公司推出转债小额回购方案，仅针对债券本金，且明确表示此次收购后偿债能力会进一步下降，难以再按面值基准全额兑付。同时公司规划后续可能通过面值打折兑付、股票偿付等方式处置剩余债务，不仅剩余本金兑付前景不明，2025-2026 年计息年度对应的第六年利息，能否按期足额偿还也毫无保障，大概率会随剩余本金一同面临打折兑付或非现金偿付的情况。

四、未来展望：集中到期潮下的风险分层加剧

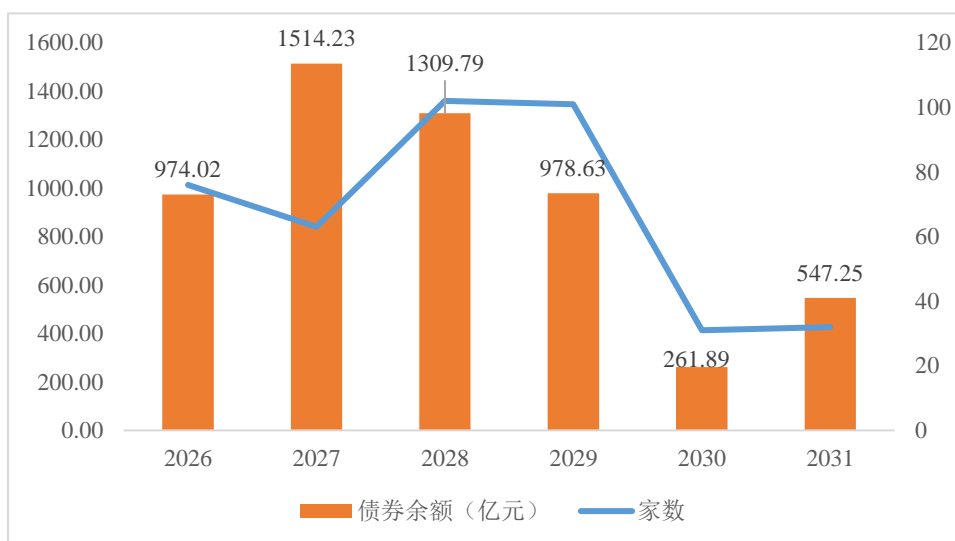
市场或将在 2027 年迎来转债集中到期高峰，转股比例下滑削弱转债自然出清能力，退出方式分化加剧风险分层。从行业看，建筑行业到期节奏平缓，风险温和释放；化工行业 2028 年集中到期风险凸显，需警惕周期下行、集中兑付与市场情绪冲击的叠加风险，核心取决于行业周期与企业抗风险能力。

2025 年下半年以来权益市场的回暖一定程度上缓解了转债兑付压力，但信用分层仍将长期存在。随着 2017 年后市场快速扩容及 2021-2024 年部分转债进入存续末期，可转债市场已迎来批量到期潮，呈现到期时间集中化、风险释放差异化等特征，需从多维度综合判断风险敞口。

（一）批量到期的时间分布特征

2027 年或将成为可转债到期的“高峰年”，过往可转债市场以“发行-转股”为主要循环，到期规模相对分散，转股比例较高，但集中到期或打破这一格局，短期内多只转债同步面临兑付或转股抉择，可能引发局部流动性压力与信用风险叠加。

图表 15 存续主板可转债到期分布

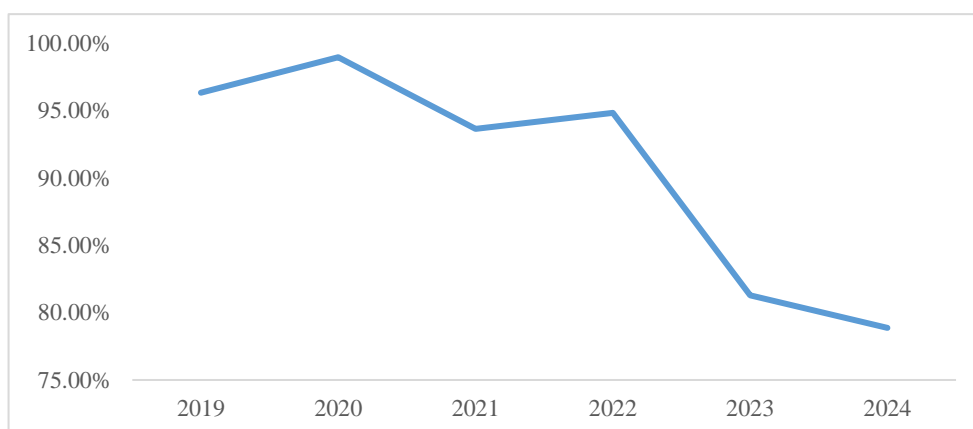


资料来源：Wind，联合资信整理

（二）风险释放表现

转股比例下滑削弱“自然出清”能力：2019-2022 年已摘牌的可转债转股退出比例持续超 93%，转股成为化解到期压力的核心路径；但 2023-2024 年转股比例骤降，一方面因权益市场波动导致转股溢价率收窄，投资者转股收益预期下降，另一方面信用风险上升使部分投资者优先选择“现金退出”（赎回、回售），进一步加剧发行人兑付压力。

图表 16 近年来可转债转股退出比例



资料来源：Wind，联合资信整理

低评级转债占比高放大信用风险：2026 年退市及待到期的主板转债中，评级分化显著--AAA 与 AA+级高评级转债 22 只，占比低于 30%。低评级转债对应发行主体

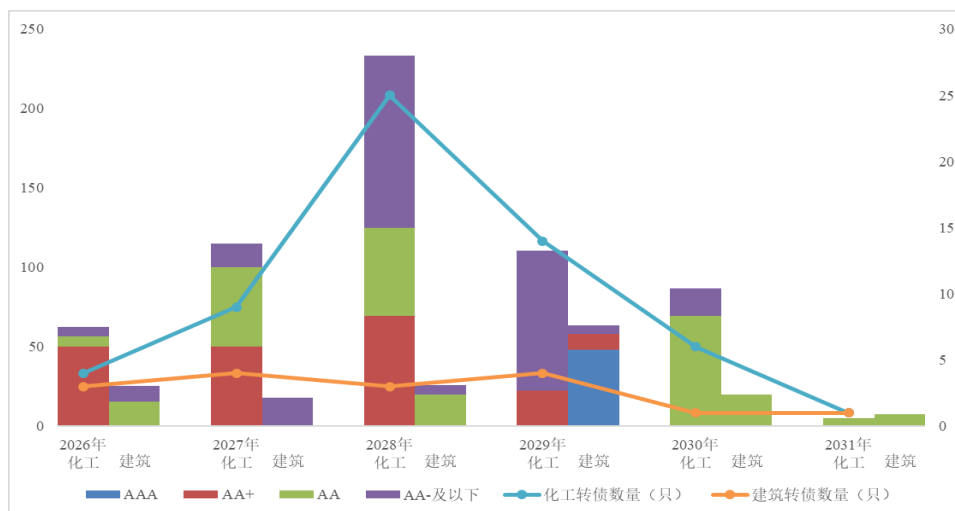
多为中小规模企业，在宏观经济承压背景下，其经营稳定性与现金流储备较弱，若到期无法通过转股退出，实质性违约风险远高于高评级转债。

退出方式差异反映风险分层：当前转债到期退出以“强赎转股”为主（占比超 70%），其次为“到期偿还”（占比约 20%），仅少数通过回售或退市收尾。其中，强赎转股多集中于高评级、正股表现稳健的转债，而到期偿还的转债中，低评级主体占比超 70%，部分转债已出现“转股无望-兑付紧张”的风险苗头。

（三）重点行业到期情况及风险分析

如前所述，评级调降的主板转债发行企业中，建筑行业评级下调数量居首；2024 年转债发行主体中，化工行业亏损居首。从到期时间分布看，化工和建筑行业可转债呈现“化工集中爆发、建筑平缓释放”的格局。

图表 17 化工与建筑行业转债到期情况（转债数量：右轴）



资料来源：Wind，联合资信整理

化工行业方面，2028 年是化工转债风险释放的“高峰年”，当年化工转债债券余额达 230 亿元以上，数量超 20 只，均为历史峰值。从风险表现看：**第一，短期压力骤增。**集中到期导致化工企业短期内需同时应对转股、赎回或兑付需求，若正股价格低迷（如化工周期下行期产品价格下跌），转股比例可能大幅下滑，迫使企业动用现金流兑付，加剧流动性压力。**第二，信用风险分化。**高评级化工转债（如龙头企业）或通过强赎转股自然出清，而中小化工企业转债因经营稳定性差、抗周期能力弱，可能出现兑付紧张，甚至触发实质性违约。**第三，市场情绪冲击。**2028 年批量到期消息可能引发市场对化工转债的集中抛售，进一步压低价格，形成“抛售-价格下跌-风险

担忧加剧”的负向循环。需关注 2028 年到期前 1-2 年的行业周期与企业经营变化，龙头化工转债或具有更强的抗周期能力。

建筑行业到期平缓，到期规模与数量呈缓慢下降趋势，2026-2031 年债券余额峰值不足 70 亿元，数量维持在 5 只左右。平缓的到期节奏使建筑行业企业对二级市场的流动性压力较小，有充足时间通过转股化解压力，但与化工行业相比，建筑行业转债以 AA 及以下为主，低评级主体占比偏高，仍需关注行业复苏进度、区域经济情况等对于个体偿还能力的影响。

此外，本研究从 5 个维度给出了可转债风险识别的 10 个核心指标，为市场各方提供决策参考。

图表 18 可转债核心风险指标识别

排查维度	核心风险指标	具体排查标准
主体资质	信用评级	AA-及以下低评级，或近 12 个月内评级下调≥2 次
经营基本面	业绩表现	①连续 2 年及以上净利润亏损；②主板营收<3 亿元（新规标准）；③核心产品毛利率持续为负
	行业属性	强周期行业（农林牧渔、化工、光伏等）+行业景气度下行期
	客户依赖度	单一客户收入占比≥30%，且核心客户存在违约/经营恶化风险
财务健康度	债务与现金流	①资产负债率≥80%；②经营活动现金流连续 2 年为负；③存在票据逾期、债务违约记录
	商誉风险	商誉占净资产比重≥50%，或近 2 年计提大额商誉减值
公司治理	内控与合规	①信息披露违规、财务造假、大股东资金占用；②实控人/高管被立案调查；③内控审计报告为非标意见
	股权结构	控股股东股权质押率≥80%，或存在控制权争夺
市场与条款	股性表现	①正股股价连续 30 日低于回售触发价；②转股比例<10%且剩余期限<1 年；③正股 ST/*ST 或面临退市风险
	流动性	日均成交额<500 万元，或近 3 个月转债价格跌幅≥30%

资料来源：联合资信整理

联系人

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

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。