

❖ 市场化债转股发展现状

根据央行发布的《盘点央行的 2019 | 重点领域金融改革》显示，2019 年央行积极推进市场化债转股工作，初步统计，截至 2019 年末，市场化债转股投资规模超 1.4 万亿元。此前央行披露的数据显示，截至 2019 年二季度末市场化债转股投资规模为 10015 亿元。

❖ 市场化债转股模式之一：收债转股

“收债转股”模式的债转股主要运用于第一轮的政策性债转股，指的是先承接债权再将债权转为股权。在政策性债转股实施过程中，债转股实施机构为财政部出资成立的四大资产管理公司，其对口承接四家国有大型商业银行的不良贷款，债转股对象企业为尚不需要破产清算的负债企业，资产管理公司对负债企业实施债转股，即以股抵债。

❖ 市场化债转股模式之二：入股还债

“入股还债”模式是市场化债转股的主流模式，指的是债转股实施机构先以股权投资的形式给高负债企业增资扩股，企业再以该笔注资偿还银行债务。“入股还债”最具代表性的模式是并表基金模式：由债转股实施主体（一般为商业银行）、负债企业和社会资金三方共同发起设立基金，并以有限合伙的形式入股企业，通过合伙协议将基金并入少数股东权益，用于偿还债务，从而达到降低企业资产负债率的目的。

市场化债转股模式之三：股债结合

“股债结合”模式的市场化债转股指的一般是银行债转股实施机构在跟企业签订债转股协议时，通常还会为其新增授信，并提供综合性金融服务。“股债结合”的作用主要体现在两个方面，一是可以对企业同时做股权和债券投资，不需要设法把债包装成股；二是对于债务融资结构不合理的高负债企业，可以采用低息债务替换高息债务、长期债务替换短期债务的方式进行债务结构调整，以此降低企业杠杆。

❖ 市场化债转股模式之四：债转优先股

“债转优先股”模式指的是债转股实施机构将债权转换为负债企业的优先股。优先股在某些方面与债券具有共同之处，但又与普通债券很不同。对于商业银行来讲，通过“债转优先股”，可避免负债企业因暂时性经营困难或因抽贷、断贷而造成坏账，使有潜力的负债企业通过未来的经营改善，偿还贷款。

❖ **风险提示：** 外部经济形势不明朗，下游需求低于预期，宏观环境超预期变化。

📄 证券研究报告

所属部门 总量研究部
报告类别 宏观专题
报告时间 2020/10/13

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、我国市场化债转股的发展与现状.....	4
1.1 市场化债转股的概念.....	4
1.2 市场化债转股发展历程.....	5
1.3 市场化债转股发展现状.....	6
二、我国市场化债转股的运作模式.....	7
2.1 市场化债转股的主要模式.....	7
2.2 市场化债转股的主要操作流程.....	11
三、市场化债转股案例.....	13
3.1 武钢集团开启首单央企市场化债转股.....	13
3.2 中国黄金集团市场化债转股探新路.....	14
四、市场化债转股实施困境及发展建议.....	16
4.1 我国市场化债转股实施困境.....	16
4.2 市场化债转股发展建议.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图 1: 2017—2019 年市场化债转股实施规模 (单位: 亿元)	7
图 2: 收债转股模式市场化债转股	8
图 3: 入股还债模式市场化债转股	9
图 4: 股债结合模式市场化债转股	10
图 5: 债转优先股模式市场化债转股	11
图 6: 武钢集团市场化债转股	14
图 7: 中国黄金集团市场化债转股	15
表格 1. 债转股企业适用范围	4
表格 2. 2016 年市场化、法治化债转股开启	6

一、我国市场化债转股的发展与现状

1.1 市场化债转股的概念

市场化债转股是指通过市场化方式将商业银行、资产管理公司等金融机构与企业之间的债权、债务关系转化为持股人与被持股人的关系，相对直观的降低了企业杠杆率和银行的不良贷款率，有效防范了金融风险。我国宏观经济当前面临的其中一个问题就是企业的高杠杆率，市场化债转股可以起到降低企业杠杆率的作用，有潜力的企业就可以获得发展的机会。同时，市场化债转股也可以降低银行的不良贷款率。

企业要想进行债转股，也需要满足一定的条件。根据 2018 年 6 月 29 日中国银行保险监督管理委员会发布的《金融资产投资公司管理办法（试行）》（以下简称《办法》）第三十五条的规定，可以作为债转股对象的企业应具备以下条件：发展前景良好但遇到暂时困难，具有可行的企业改革计划和脱困安排；主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。

表格 1. 债转股企业适用范围

债转股企业	具体要求
应具备的条件	发展前景良好但遇到暂时困难，具有可行的企业改革计划和脱困安排 主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标 信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录
三个鼓励	因行业周期性波动导致困难但仍有望逆转的企业 因高负债而财务负担过重的成长型企业，特别是战略性新兴产业领域的成长型企业 高负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业
五个禁止	禁止扭亏无望、已失去生存发展前景的“僵尸企业”债转股 禁止有恶意逃废债行为的失信企业 禁止债权债务关系复杂且不明晰的企业 禁止不符合国家产业政策，助长过剩产能扩张和增加库存的企业 禁止金融业企业

资料来源：中国银保监会；川财证券研究所

1.2 市场化债转股发展历程

根据 2016 年 10 月《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（54 号文）的颁布作为分水岭，将债转股的发展分为两个阶段。

第一阶段为 1999 年至 2016 年 9 月。由于此次债转股的主要目的是化解国有大行的不良资产风险，这一阶段被称为“政策性债转股”。1999 年原国家经贸委、中国人民银行颁布了《关于实施债权转股权若干问题的意见》，用于解决国有企业负债率过高、银行不良贷款激增的问题。债转股的企业范围是在“七五”“八五”期间以及“九五”前两年主要依靠商业银行贷款，最终杠杆率过高甚至亏损难以还本付息，但是通过债转股可以实现盈利的工业企业。为缓解这一情况，财政部与央行注资成立四大资产管理公司（AMC）——东方、华融、长城、信达。资产管理公司根据国家经贸委推荐的债转股企业名单，与目标企业谈判具体的债转股方案和企业改革重组方案；债转股方案需要由国家经贸委会同财政部、中国人民银行进行审批，审批后上报国务院批准，最后将批准的方案交由资产管理公司实施。此次债转股属于政策性债转股，有效的实现了国有商业银行不良贷款的剥离，行政干预色彩较浓。

第二阶段为 2016 年 10 月至今。2016 年以来，我国商业银行不良贷款率上升较快，企业面临的债务风险与偿债能力表现出严峻态势。在这样的背景下，国家贯彻供给侧改革“三去一降一补”，随着《关于煤炭、钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》《中央企业深化改革瘦身简体工作方案》等标志性文件的出台，供给侧结构性改革的工作逐步转向了降成本与去杠杆，不良资产债转股的侧重点转移到了降低企业负债率上。2016 年 10 月，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（54 号文）的颁布，标志着市场化债转股的序幕由此拉开。2016 年发改委、央行等五部委在大型商业银行试点“市场化、法制化”债转股，“商业化债转股”时期到来。本轮债转股中收购不良资产的主体就更加多元，涉及到 AMC、保险资管、国有资本投资运营公司、银行附属机构等等。所以本次债转股更加强调的是市场化、法治化的大环境。

表格 2. 2016 年市场化、法治化债转股开启

时间	监管文件
2016.07	关于做好银行业债权人委员会有关工作的通知
2016.09	国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见；市场化债转股纲领性文件
2016.10	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》
2016.10	《关于市场化银行债权转股权指导意见》
2016.12	关于印发《市场化银行债权转股权专项债的发行指引》的通知
2016.12	关于做好市场化银行债权转股权的通知，提出设置债转股白名单

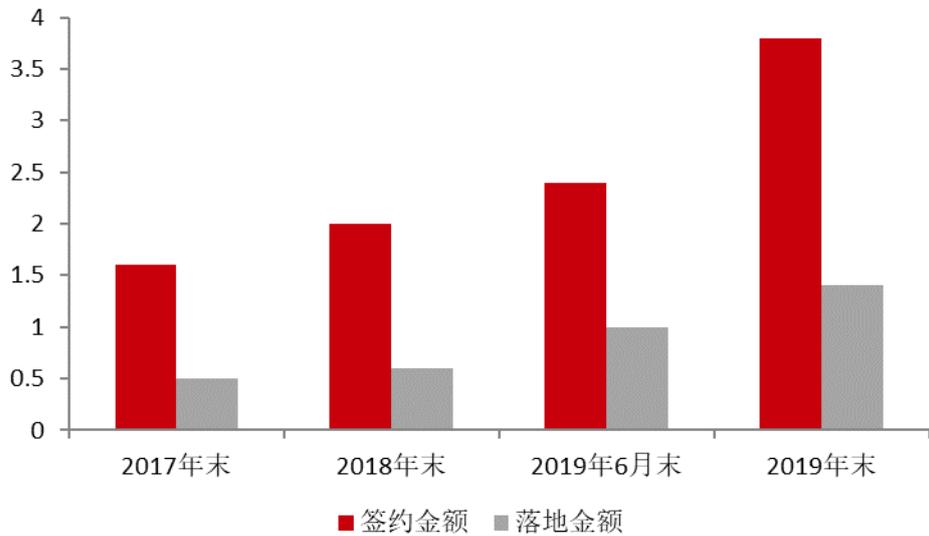
据央行公布数据，2019 年全年，我国实施市场化债转股规模 1.4 万亿元，较 2019 年上半年增长近 3000 亿元；2019 年地方国企转股成功落地，市场化作为一种重要的债务处置方式。

在债务重整或不良资产处置的需求中，市场化债转股正在下沉。在 2015-2019 年债务违约的 143 家企业中，共有 14 家企业通过不良资产债转股完成重组。

1.3 市场化债转股发展现状

根据央行发布的《盘点央行的 2019 | 重点领域金融改革》显示，2019 年央行积极推进市场化债转股工作，初步统计，截至 2019 年末，市场化债转股投资规模超 1.4 万亿元。此前央行披露的数据显示，截至 2019 年二季度末市场化债转股投资规模为 10015 亿元。

图 1：2017—2019 年市场化债转股实施规模（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行，川财证券研究所；

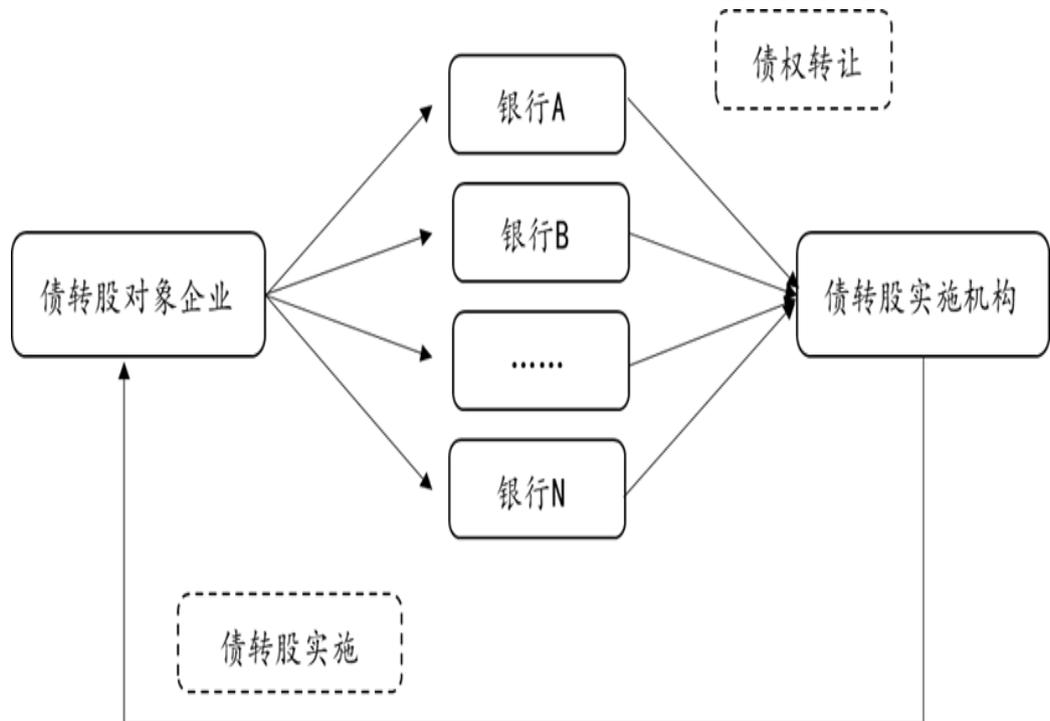
二、我国市场化债转股的运作模式

2.1 市场化债转股的主要模式

(1) 收债转股模式

“收债转股”模式的债转股主要运用于第一轮的政策性债转股，指的是先承接债权再将债权转为股权。在政策性债转股实施过程中，债转股实施机构为财政部出资成立的四大资产管理公司，其对口承接四家国有大型商业银行的不良贷款，债转股对象企业为尚不需要破产清算的负债企业，资产管理公司对负债企业实施债转股，即以股抵债。“收债转股”模式存在一个不容忽视的问题，如果采用“收债转股”模式，银行往往要先将债权折价出售给债转股实施机构，实施机构再以债权入股企业；但是由于一般情况下大型企业债权人众多、谈判周期长、成本高，银行的积极性就不会太高。因此，这种模式没有成为债转股的主流模式。

图 2： 收债转股模式市场化债转股



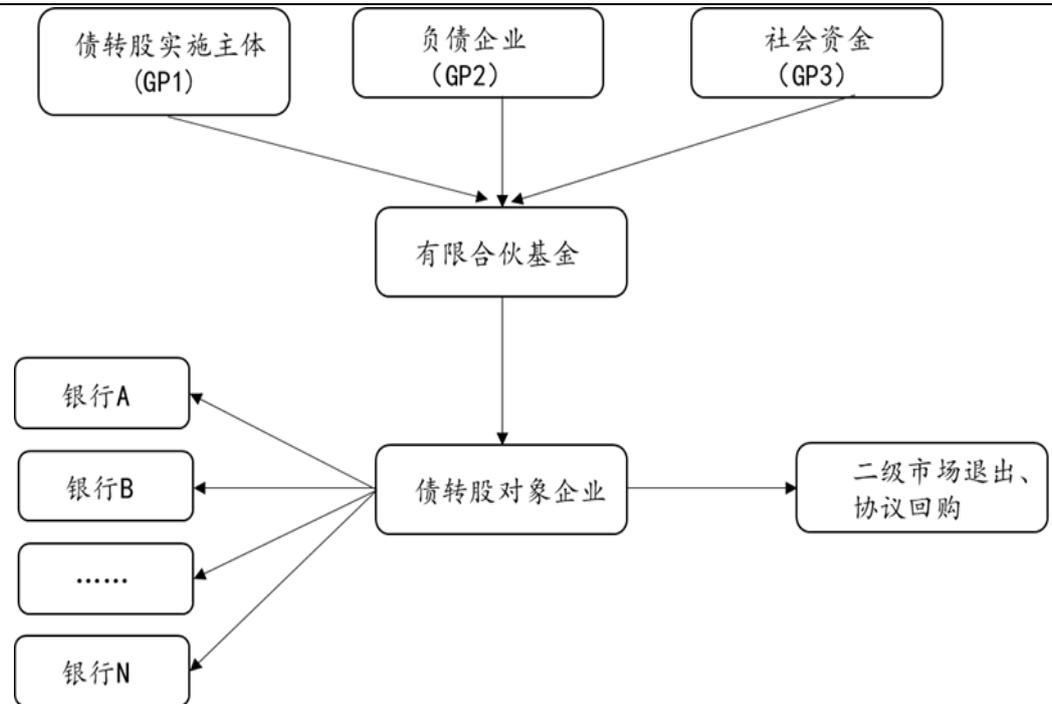
资料来源：川财证券研究所；

(2) 入股还债模式

“入股还债”模式是市场化债转股的主流模式，指的是债转股实施机构先以股权投资的形式给高负债企业增资扩股，企业再以该笔注资偿还银行债务。

“入股还债”最具代表性的模式是并表基金模式：由债转股实施主体（一般为商业银行）、负债企业和社会资金三方共同发起设立基金，并以有限合伙的形式入股企业，通过合伙协议将基金并入少数股东权益，用于偿还债务，从而达到降低企业资产负债率的目的。

图 3： 入股还债模式市场化债转股

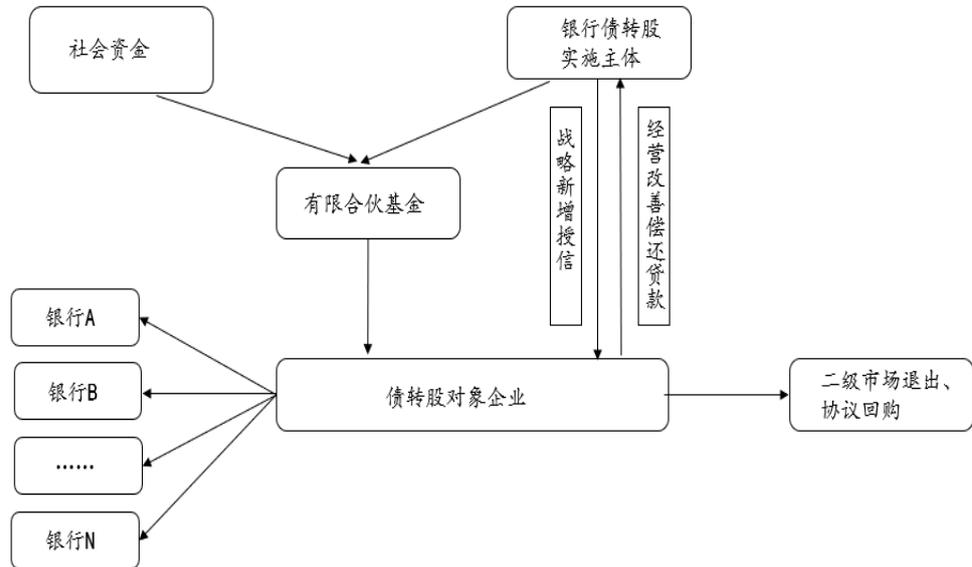


资料来源：川财证券研究所；

（3）股债结合模式

“股债结合”模式的市场化债转股指的是一般是银行债转股实施机构在跟企业签订债转股协议时，通常还会为其新增授信，并提供综合性金融服务。“股债结合”的作用主要体现在两个方面，一是可以对企业同时做股权和债券投资，不需要设法把债包装成股；二是对于债务融资结构不合理的高负债企业，可以采用低息债务替换高息债务、长期债务替换短期债务的方式进行债务结构调整，以此降低企业杠杆。

图 4： 股债结合模式市场化债转股

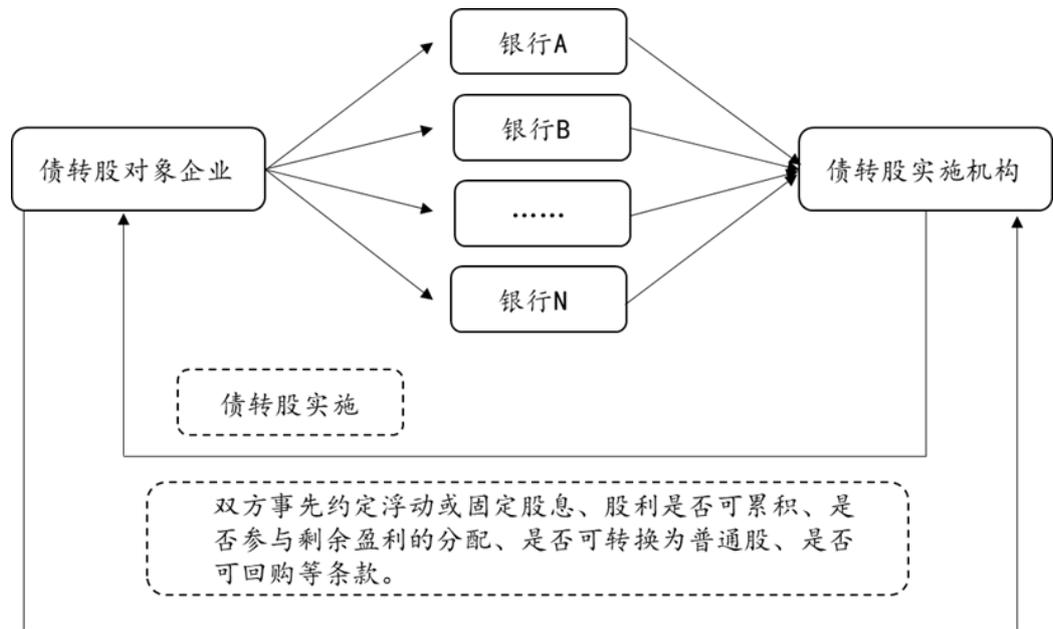


资料来源：川财证券研究所；

（4）债转优先股模式

“债转优先股”模式指的是债转股实施机构将债权转换为负债企业的优先股。优先股在某些方面与债券具有共同之处，但又与普通债券很不同。比如公司在优先偿还债券本息之后，才能支付优先股股息。但与债券相比，虽然其清偿顺序在次级债之后然而其收益更高条款灵活。对于商业银行来讲，通过“债转优先股”，可避免负债企业因暂时性经营困难或因抽贷、断贷而造成坏账，使有潜力的负债企业通过未来的经营改善，偿还贷款。

图 5： 债转优先股模式市场化债转股



资料来源：川财证券研究所；

2.2 市场化债转股的主要操作流程

(1) 确立标的企业及标的债权

在目前的市场化债转股实践中，债转股实施机构所选择的债转股企业具有较大的发展潜力，具有一定的产业价值和上市可能性，本身的业务模式是不存在高风险，只是暂时性陷入了债务困境。市场化债转股的标的债权主要是银行及财务公司等非银行金融机构的直接贷款或委托贷款。

(2) 确定实施机构及资金筹集方式

《关于市场化银行债权转股权的指导意见》鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股，同时鼓励实施机构引入社会资本，发展混合所有制，增强资本实力，今后将有更多的险资、养老金、全国社保等社会资本参与到债转股的实施过程中。虽然监管层多方鼓励各路资本参与本轮市场化债转股，努力化解“签约多、落地少”等问题，但银行系实施机构仍是债转股主力，保险公司、不良资产管理公司（AMC）等机构的参与度仍比较低。债转股募集的资金由实施机构利用各种市场化方式和渠道向社会投资者募集或者发起设立专项基金。

(3) 交易价格锁定

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

锁定转股价格是市场化债转股交易中心最为重要的合同要素和交易基础。上市公司债转股的转股价格主要取决于上市公司大股东的存量股票转让价格，需要遵守《大股东减持新规》第六条“大股东减持或者特定股东减持，采取协议转让方式的，单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的百分之五，转让价格下限比照大宗交易的规定执行，法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外。”、《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》第八条“上市公司股份协议转让应当以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行，法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外。”，该等规定设置的目的在于防范大股东集中减持和股份转让方与受让方之间的利益输送。根据《大股东减持新规》和《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》，大股东转让一般流通股交易的价格按照“转让价格 \geq 协议签署日前一交易日二级市场收盘价 * 90%”确定。

（4）核心交易文件和条款

市场化债转股项目涉及的交易协议根据需要通常可以包括债权转让协议、增资协议、债转股协议、股权收购协议、股东协议、投资合作协议、合伙协议、基金协议、发行股份购买资产协议、一致行动协议、标的公司章程等。

（5）退出机制

市场化债转股的退出方式一般有回购、转让、上市、股权基金化等。

回购：股权回购是指由债转股企业利用留存收益等资金赎回资产管理公司股权。股权回购的主体是债转股原企业，股权回购的资金由企业自筹，股权回购的价格可以考虑两种方式：一是在考虑资金时间价值及机会成本基础上确定，通常应以年利率表述；二是协议中明确以回购到期日等额股权的净资产价值作回购价。

转让：股权转让是资产管理公司将持有的股权转让给其他投资者。在股权转让方式上，因债转股企业的公司不同而有所不同。

上市：股权上市是债转股企业债转股后，企业资产负债率下降，资产负债结构调整，或通过资产重组后建立现代企业制度，成立股份公司并符合上市条件而公开上市。当然较多的做法是转让给 PE 机构后，通过兼并重组完成上市退出。

股权基金化：由资产管理公司作为主发起人，联合其他机构投资者共同作为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

发起人，设立企业重组基金。投资者购买基金后，可以获得相应比例的股权，按所持股份获取股息红利，另外还可以按基金单位分得基金投资回报收益。股权基金化也是一种金融创新，资产管理公司一方面筹到资金；另一方面将股权转化为基金让渡给投资者，股权变现。

三、市场化债转股案例

3.1 武钢集团开启首单央企市场化债转股

2016年10月11日，武汉钢铁（集团）公司与建设银行共同设立的武汉武钢转型发展基金（合伙制）出资到位，基金规模120亿元，意味着首单央企市场化债转股落地。

（1）实施背景

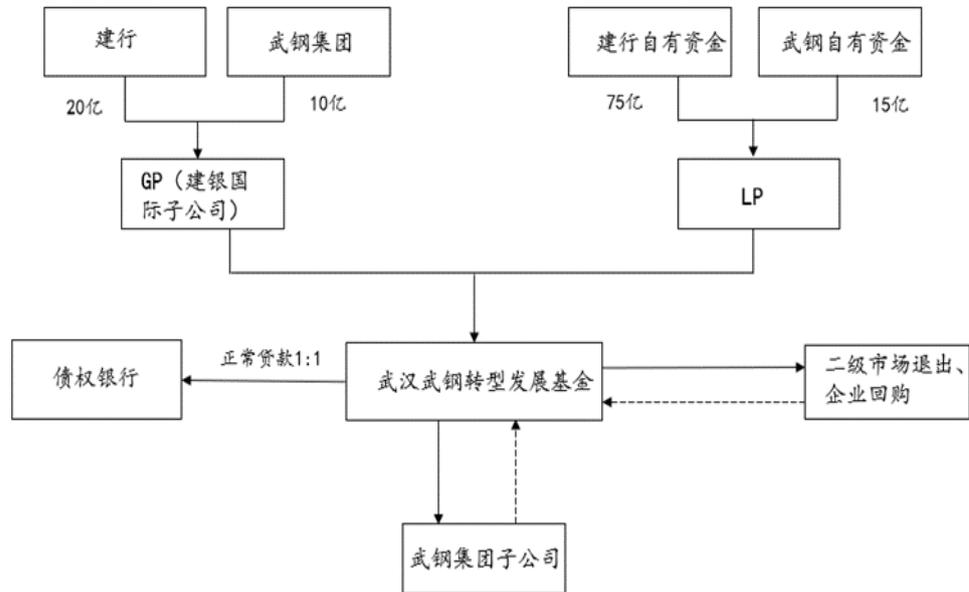
武钢股份合并报表的净利润显示，受行业下行和计提减值影响，15年公司巨额亏损75亿，今年利润寥寥，同时16年半年末考虑应付票据后公司总债务超过900亿元，利息偿付压力巨大。从武钢集团的数据来看，武钢集团的资产负债率逐年攀升，至2016年第一季度已达74.74%，高于行业平均资产负债率水平。再从武钢集团的负债结构来看，根据披露的中报，2016年中期总负债1272亿元中短期负债高达1067亿元，兑付压力大。

（2）实施过程

2016年8月18日，武钢集团与建设银行签订去杠杆业务合作框架协议，将通过设立转型发展基金的方式，降低集团资产负债率并促进集团转型升级。转型发展基金将分阶段设立，共计两支，总规模240亿元，用途主要是帮助武钢集团降低杠杆率，降低财务成本。首期武汉武钢转型发展基金（合伙制）由建行行与武钢集团共同设立。该基金的合伙人结构是，建银国际与武钢下属基金公司做双GP，LP则是建行理财资金和武钢集团自有资金。LP的出资比例为1:5，武钢出资20亿元，建行出资100亿元。GP的出资比例约1:2，武钢为100万元，建行出49万元。建行采用“子公司设立基金”模式，这样一方面可以风险隔离，另一方面也可以更好地将债转股的利益保留在本行体系内。在定价问题上，债权定价，武钢集团债转股的标的是正常贷款，建设银行主导的发展基金以1:1的企业账面价值承接债务。股权定价，上市公司可结合市价，形成合理的估值区间，再经双方谈判确定交易价格。2017年9月末，武钢集团公布方案，武钢股份停牌价为3.17元/股，债转股价格就在3元左右的这个区间范围内。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 6： 武钢集团市场化债转股



资料来源：川财证券研究所；

(3) 实施意义

对武钢集团来讲，市场化债转股的实施解决了公司债务危机的燃眉之急，降低了杠杆率，优化了资本结构，财务风险得到缓解。另外，在实施了市场化债转股之后，减轻了公司利息支付的压力，使得武钢集团能够重新整合资金，开发新项目，实现新的发展。最后，公司治理也得到了优化，市场化债转股实施之后，设立的基金认购了股份，集团原有股东持有的股份得到稀释，在一定陈年感光度上减少了大股东对公司经营管理的干预，新的股东公司也会积极督促公司未来发展，对公司经营管理起到正向影响。

3.2 中国黄金集团市场化债转股探新路

中国黄金集团债转股项目是资本市场第一单创新型的市场化债转股+优质资产注入并配套融资的综合优化方案，属于重大无先例。这次市场化债转股突破性地将优质资产注入上市公司与引入投资者增资减债两者有效结合，是对市场化债转股方案的创新实践。

(1) 实施背景

债转股对象企业为中金黄金的全资子公司中原冶炼厂，截至评估基准日 2018 年 7 月 31 日，中原冶炼厂总资产 168.7 亿元，负债 146.9 亿元，资产负债

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

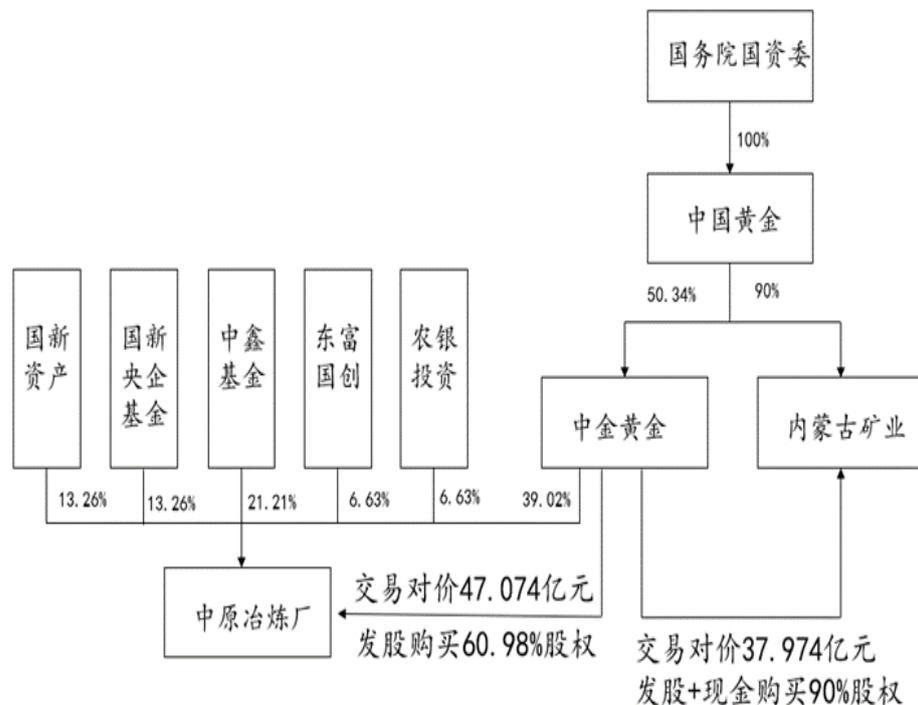
率达 87%。经评估机构评估，净资产价值为 29.4 亿元，增值率 34.99%。

(2) 实施过程

中原冶炼厂本次引入的投资者共计 5 名，分别为中国国新资产管理有限公司、国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）、河南中鑫债转股私募股权投资基金（有限合伙）、北京东富国创投资管理中心（有限合伙）和农银金融资产投资有限公司，出资共 46 亿元，其中 30.3 亿元计入注册资本。

首先，债转股。中金黄金向中国黄金发行股份及支付现金购买其持有的内蒙古矿业 90% 股权。内蒙古矿业为中国黄金下属的重要铜矿山企业，内蒙古矿业经营业绩稳定，预计能为上市公司带来一定的利润。在购买股权前，也需要对内蒙古矿业进行估值，预计 100% 股权预估值为 50 亿元左右。

图 7： 中国黄金集团市场化债转股



资料来源：川财证券研究所；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

（3）实施意义

本次市场化专转股交易完成后，中金黄金将持有内蒙古矿业 90% 股权、中原冶炼厂 100% 股权。内蒙古矿业为中国黄金下属的重要铜矿山企业，经营业绩稳定，能够大幅提升上市公司业绩水平。中原冶炼厂是中金黄金下属的重要黄金冶炼企业，随着产能的逐渐释放、规模效应体现，以及本次市场化债转股的实施后，中原冶炼厂的经营业绩将得到较为显著的提升。本次交易，有助于提升上市公司净利润水平，有利于保障上市公司和全体股东的利益，实现国有资产的保值增值。

四、市场化债转股实施困境及发展建议

4.1 我国市场化债转股实施困境

（1）转股债权人数量问题

根据公司法的有关规定，有限责任公司的股东人数应为 50 人以下，股份有限公司的发起人应为 2 人以上 200 人以下。如果拟转股金融机构数量接近股东上限，且选择转股的经营类债权数量庞大，作为有限责任公司中拟转股债权人人数超过 50 人时如何设计债转股方案就显得格外重要。

（2）银行类债权人如何选择持股主体

根据《商业银行法》43 条的规定，商业银行作为股东的权力受限，原有债转股方式对商业银行作为股东介入公司内部治理结构的限制，制约了银行对债转股企业的帮扶力度按照原有的债转股操作流程。这一限制一方面使得银行无法发挥自身的财务管理及资金管理优势，帮扶企业更好发展；另一方面也增加了银行在实施债转股前的风险担忧。

（3）如何协调好参与债转股各方的主体利益

债转股涉及到银行、企业、其他债务人及地方政府等多方主体，如何有效兼顾好各方主体的利益关系，是实施市场化债转股首先要考虑的问题。主要参与方商业银行、负债企业和政府部门在实施债转股的过程中也具有不同的目标。银行在债转股过程中想要尽可能保障债权，同时也想掌握负债企业经营决策的主动权。银行也会更倾向于将优质项目交给所属机构管理，劣势项目交给资管公司，资管公司就增大了参与的压力。负债企业想要降低资产负债率，尽可能维护自身经营决策权。政府基于国家整体考虑，希望推进新一轮债转股，缓解金融风险，也不希望国有企业在债转股过程中遭受太大损失。

(4) 支持政策模糊

2020 年以来，“新冠肺炎疫情”施虐全球，重创各国民生和经济，世界政治经济和地缘格局都在发生着前所未有的重大变化。我国在较短时间内取得疫情防控阻击战的重大战略成果，尽量将疫情对生产生活的影响降到了最低。但受疫情冲击影响，保民生、促增长是我国未来一定时期内的主基调，此后市场化债转股是否能继续获得监管部门的大力支持存在不确定性。

(5) 后续资金落地困难

后续资金落地困难是市场化债转股实施中不可忽视的一大难题，企业一般会设置多个项目，实施机构分批进行资金注入与债务置换，全部项目完成需要耗费多年。在这种情况下，后续资金能否注入与企业未来经营情况好坏紧密相关。资金逐步注入使得企业不能快速脱离债务危机的困境，企业一旦无法获得足够的资金，企业发展可能会再度恶化，陷入反复举债的恶性循环。

4.2 市场化债转股发展建议

(1) 不断完善债权转让市场化竞价机制并建立破产债权交易二级市场。

既可以考虑由各类实施机构通过竞价获得金融机构的债权资产，也可考虑由国家层面建立全国范围内统一的破产债权交易二级市场，进一步增强破产债权的流通性和债权资产定价的市场化、公开化。

(2) 关注国家重点产业领域。

对于不良贷款债转股问题，并非所有的企业都要采用，而要制定科学的标准，严格选择具体对象，实施债转股的行业应集中在国家政策鼓励发展、发展前景较好、符合我国或当地的资源禀赋结构、有助于优化我国的产业结构、对提高国家或地区综合竞争力具有较大帮助的行业。这类企业，符合经营暂时遇到困难但发展前景较好，在行业内具有较大影响力或者处于龙头地位的企业，给其一定的时间可以盘活资产，从而具备健康的现金流和偿付能力。

(3) 拓展实施机构。

充分发挥市场“看不见的手”的调控机制，整合社会各界资源，坚持市场化方向，对参与债转股的实施机构进行“负面清单”管理，鼓励社保基金、养老基金、公募基金、私募基金、外资合格投资机构等各类合法社会资源参与债转股。

(4) 融资政策创新。

吸引更多的市场化、社会化资金参与“债转股”项目，形成多元化、长期化的债转股资金来源体系。除拓宽债转股子公司资金来源外，政策层面还可考虑通过央行再贷款、定向降准、财政贴息、发行金融债券和债转股专项债，以及在国家层面设立债转股引导基金和债转股补偿基金等方式，撬动更多社会资金，为符合条件的各类实施机构提供低成本资金支持。

风险提示

外部经济形势不明朗

下游需求低于预期

宏观环境超预期变化。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明报告 C0004