

从债转股到股权直投的转型之路

AIC 行业点评

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn 执证编码：S0980519010001
 证券分析师： 王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 执证编码：S0980518070002

事项：

AIC（金融资产投资公司）于 2017 年首批设立，近几年正逐步从债转股机构向股权直投机构转型。AIC 的业务模式主要是以自有资金或募集外部资金开展债转股（以正常资产债转股为主）、股权直投业务。我们认为，长期来看 AIC 的意义仍在于拓宽银行服务手段，提升银行在科技金融领域的服务能力，而非成为银行的盈利重心。

评论：

◆ AIC：从债转股到股权直投试点

AIC（金融资产投资公司）是指经国家金融监管总局批准，主要从事债转股及配套业务的非银金融机构，目前亦可在试点范围内开展股权直投业务。AIC 出现的背景是上一轮供给侧结构性改革过程中，用来支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关。AIC 的主要业务原本是市场化债转股，但 2021 年以来开启并扩大 AIC 股权直投试点。

表1：AIC 从债转股到股权直投的政策推动

时间	文件	主要政策内容
2016 年 10 月	《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	允许银行申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股
2018 年 6 月	《金融资产投资公司管理办法（试行）》	规范银行债转股业务行为
2021 年 11 月	《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》	鼓励 AIC 在上海试点开展不以债转股为目的的科技企业股权投资业务
2022 年 6 月	《金融资产投资公司资本管理办法（试行）》	明确 AIC 因市场化债转股形成的股权投资风险权重为 250%
2024 年 6 月	《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》	支持 AIC 在总结上海试点经验基础上，稳步扩大试点地区范围
2024 年 9 月	《关于做好金融资产投资公司股权投资扩大试点工作的通知》	将 AIC 股权投资试点扩至 18 个城市，并放宽了股权投资金额和比例限制
2025 年 3 月	《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》	将 AIC 股权投资范围扩大至试点城市所在省份；支持符合条件的商业银行发起设立 AIC；支持保险资金投资 AIC 通过附属机构发行的私募股权投资基金、AIC 发行的债券或参股 AIC

资料来源：中国政府网，国家金融监管总局，国信证券经济研究所整理

AIC 最早在 2017 年设立了五家，2025 年试点范围扩大，截至目前已有 9 家 AIC 设立或者获准开业。

表2：现有 AIC 的 2025 年度经营数据

公司名称	总资产（亿元）	净利润（亿元）	获准开业时间
工银投资	2,026	53	2017 年
建信投资	1,270	38	2017 年
农银投资	1,323	43	2017 年
中银投资	960	30	2017 年
交银投资	788	20	2017 年
中邮投资	-	-	2026 年
招银投资	-	-	2025 年
信银投资	-	-	2025 年
兴银投资	100	0.04	2025 年

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ AIC 业务模式：债转股、股权直投

AIC 的主要业务包括以自有资金或募集外部资金，开展债转股、股权直投业务。

（1）债转股业务

债转股业务即对标的企业进行股权投资，并限定企业将该资金用于偿还自身债务。AIC 通过债转股获得标的企业股权，派驻董事、监事并依托集团背景提供综合金融服务以提升企业价值，然后通过上市、股权转让等方式实现退出。债转股业务的收益来源主要包括股权转让收益以及持有期间的分红收益。以中国银行旗下的中银投资为例，其 2024 年实现投资收益 39 亿元，其中股权分红及处置收益占比 73%。

债转股业务主要是对正常资产的债转股，风险资产债转股业务占比很少。如中银投资的正常资产债转股标的企业以大型央企、地方龙头国企和优质民企为主，包括中国铝业、中国中铁、华菱钢铁、中国黄金、中船重工、中国船舶、上海电气等企业或旗下子公司。2024 年末中银投资正常资产债转股业务余额 869 亿元，占全部债转股业务余额的 95%。

（2）股权直投业务

股权直投业务即对标的企业进行股权投资，但该资金不用于偿还债务，而是真正意义的股权投资。比如，近期上市的长鑫科技股东名单中就出现五大行旗下 AIC 的背影，工银投资、建信投资、农银投资、中银投资和交银投资五家 AIC 持股数量达到 19.15 亿股，按 7 月 29 日收盘价计算的市值达到 1014 亿元。

（3）募集外部资金开展债转股和股权直投业务

AIC 除通过自有资金进行债转股和股权直投外，还可以通过募集外部资金的方式开展债转股和股权直投业务。比如，工银投资通过设立私募基金、发行债转股投资计划的方式，向保险机构、产业投资基金、银行理财、企业和地方政府等募集资金，2024 年末工银投资管理的债转股投资计划余额达 110 亿元（其中募资余额 70 亿元），私募投资基金子公司工银资本在管基金 74 只，认缴规模 2402 亿元，其中实缴规模约 637 亿元。

◆ 银行投贷联动应看重综合收益而非股权投资收益

对银行而言，AIC 对业绩的直接贡献并不高。比如五大行旗下 AIC 在 2025 年共实现净利润 184 亿元，仅占五大行归母净利润的不到 1.4%，其中股权直投业务的利润贡献比这个数字还要低。

AIC 的意义在于拓宽银行服务手段，提升银行在科技金融领域的服务能力。目前银行服务科技企业尤其是初创期科技企业的主要模式以各种类型的投贷联动为主，AIC 股权直投业务发展有利于银行更好地支持科技企业发展，且银行的收益不仅体现为股权直投业务的盈利，还体现为科技企业客户带来的存款、贷款、中间业务等各方面收益。以长鑫科技为例，其除从银行集团获得股权融资外，还获得大量债务融资。

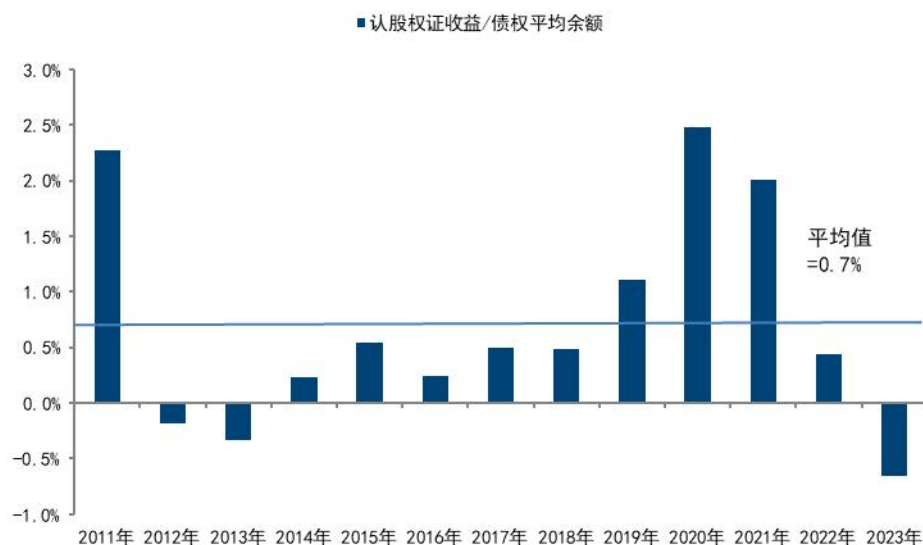
表3: 截至 2025 年末长鑫科技正在履行的 50 亿元及以上的重大借款合同情况

序号	合同名称	借款人	贷款银行	合同金额
1	固定资产银团借款合同	长鑫集电	工商银行、国家开发银行、北京银行、中国进出口银行、农业银行、中国银行、交通银行、邮储银行、建设银行	294 亿元
2	固定资产银团借款合同	长鑫科技、长鑫存储	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行、交通银行、浦发银行、中国银行、邮储银行、广发银行、华夏银行、招商银行、民生银行	154 亿元
3	固定资产银团借款合同	长鑫新桥	工商银行、中国银行、农业银行、建设银行	147 亿元
4	人民币资金银团借款合同	长鑫存储、长鑫科技	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行	85 亿元
5	固定资产银团借款合同	长鑫新桥	工商银行、中国银行、农业银行、建设银行、徽商银行、中国进出口银行	79.12 亿元
6	固定资产银团借款合同	长鑫存储	农业银行、工商银行、中国银行、建设银行、浦发银行	65 亿元
7	外汇银团借款合同	长鑫存储、长鑫科技	国家开发银行、农业银行、徽商银行、工商银行、建设银行、交通银行	10.72 亿美元

资料来源: 长鑫科技招股书, 国信证券经济研究所整理

从美国情况来看, 风险投资收益是对贷款利率的有效补充。以两家机构 Horizon 和硅谷银行为例, 其中 Horizon 主要从事风险贷款业务, 用“认股权证投资收益/债权投资平均余额”计算的认股权证收益率的长期均值约为 70bps。硅谷银行的“认股权证投资收益/科技类贷款平均余额”的长期平均值为 100bps。可见商业银行或类似机构与股权投资机构之间还是有较大差别, 股权投资仍定位于风险补偿的手段之一, 而非银行的主营业务。

图1: Horizon 的“认股权证投资收益/债权投资平均余额”长期平均值为 0.7%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2：硅谷银行的“认股权证投资收益/科技类贷款平均余额”长期平均值为 1.0%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

我们维持 2026 年上市银行业绩筑底、边际改善的判断，核心受益于净息差降幅明显收窄。我们继续推荐“稳健红利”与“绩优城商行”双主线，其中稳健红利主线重点推荐招商银行、江苏银行，绩优股主线重点推荐宁波银行。

◆ 风险提示

若宏观经济低于预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

相关研究报告：

《风险偏好下行，资产荒加剧——银行理财 2026 半年报点评》——2026-07-29

《银行理财 2026 年 7 月月报-弱化的回表：他行代销如何影响理财展业》——2026-07-08

《银行业三季度投资策略-业绩期聚焦绩优城商行》——2026-07-07

《流动性扩张新范式——中国机构配置手册（2026 版）之央行篇》——2026-07-03

《平衡的艺术：大行资产负债再重构——中国机构配置手册（2026 版）之银行资产负债篇》——2026-06-29

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，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，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032