

分析师:

黄伟平 S0190514080003  
左大勇 S0190516070005  
蔡琨 S0190520080005

## 加速迭代的市场，初心何处放

——2020 年年度回顾

2021 年 1 月 3 日

### 相关报告

20201229

产业逻辑与布局思路——PCB 可转债的观察视角

20201227

谁配做时间的朋友

20201220

分化源自资质，而不止于信用

20201213

波折起，平常心

20201206

从紫金和立讯看交易逻辑

20201129

享受月初，期待跨年——兼转债 12 月展望及 11 月回顾

20201122

从本钢转债说起

20201115

信用冲击有限，中期主线不改

20201109

积小胜，待佳期——2021 年转债年度策略

20201101

待靴子落地——Q3 基金转债持仓分析及策略观点

### 投资要点

#### Part1. 择时难度明显增加，躺赢不再

事后来，2020 年转债显然是缺乏整体性行情的。从估值出发，2 月份伴随着成长股牛市的呼声估值水平达到了 2017 年以来的最高，而 3 月开始，估值整体是震荡和压缩的阶段。5 月和 12 月估值的持续压缩，低价底仓品种遭受持续压力，对转债策略框架和下限的思考也有所增加。显然，2020 年转债是很难躺赢的，择时和节奏的把握是很多人投资者的日常。操作层面，上半年有 2 月和 5 月的单边痛苦，下半年则是小区间的震荡，择时层面需要频繁的逆势操作才可能实现积少成多，但实际操作难度较高。

#### Part2. 个券精彩纷呈，但不易尽享

尽管从个个券角度而言，机会精彩纷呈，但从组合表现来看，其实超越指数仍然不容易。中证转债指数仅上涨 4%，主要被大银行偏债品种严重拖累，但如果看深证转债指数的上涨 15.12%，并不易超越，加了股票的转债基金，中位数基本上就是水平。就像股票型基金有一半跑不赢创业板指是一个道理。但比较可悲的是，股基跑不赢创业板仍有不小的绝对收益，仍然能吸引投资者，而转债产品则很难。也就是说，尽管择券被普遍接受为一个更好的方向，但目前来看，显然与主动权益基金相比转债的择券效果尚不能较好的体现。考虑到多数转债组合是属于固收+的范畴。因此，择时和择券需要有机结合，才能做出漂亮的收益率曲线。

#### Part3. 转债市场展望

在经历了 2 年的牛市后，转债市场反而更大了，这是在股市分化和信用压力双重压力下出现的。当前转债的上限和下限同时被打开。这样的结果是强势品种给足溢价，让多少固收投资者难以入手，而弱势品种的资质压力，可能仍很多投资者不能入库。展望 2021 年，考虑到优质转债的溢价较高，而权益市场难以复制 2 年来的高收益下，降低收益预期是应有之意。而在分裂的市场中做好平衡可能是很多投资者需要面对的问题，若是参与一些低价标的，只能跟时间做朋友，需要参与者的负债条件和收益预期与之匹配，如果后续整体性机会越来越少，那么低价券标的策略的体验会更差。择券方面建议重视经济回升带来的产业链机会，以及科技、新能源等成长性行业内性价比尚可的一二线标的；平衡顺周期主线与消费、硬科技的仓位摆布，具体推荐标的请见正文。

**风险提示：基本面变化超预期、流动性变化超预期、监管政策超预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



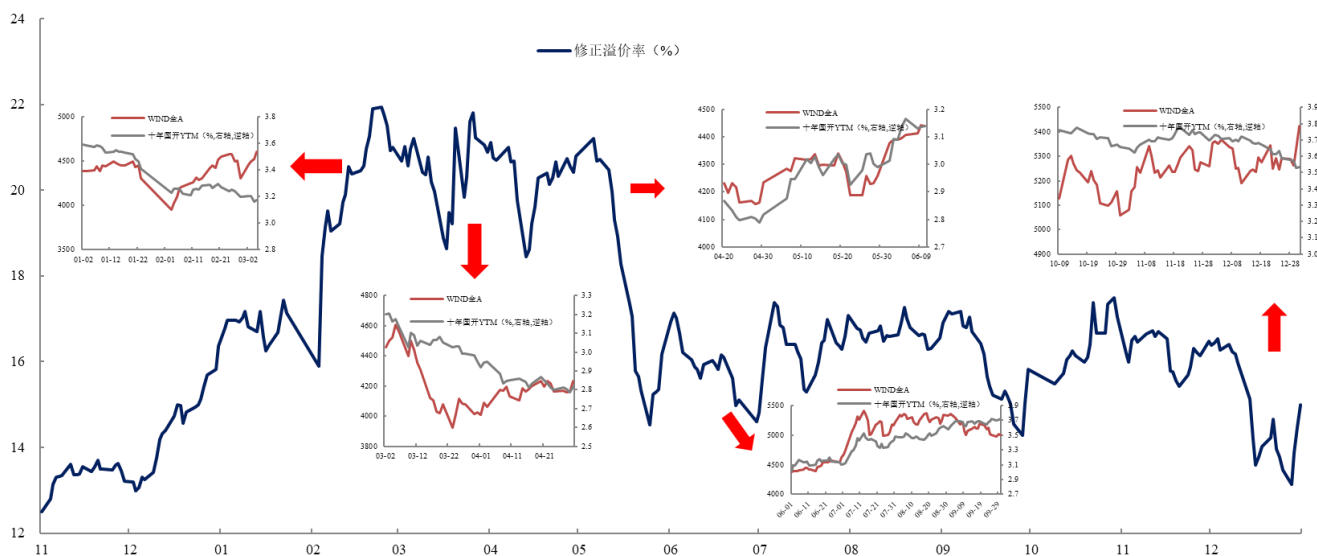
## 报告正文

## Part1. 择时难度明显增加，躺赢不再

事后来看，2020 年转债显然是缺乏整体性行情的。从估值出发，2 月份伴随着成长股牛市的呼声估值水平达到了 2017 年以来的最高，而 3 月开始，估值整体是震荡和压缩的阶段。5 月和 12 月估值的持续压缩，低价底仓品种遭受持续压力，对转债策略框架和下限的思考也有所增加。

显然，与 2019 年下半年躺赢即可分一杯羹甚至跑到平均水平的情况不同，2020 年转债是很难躺赢的，择时和节奏的把握是很多人投资者的日常。

图表 1：2020 年修转债估值以震荡和压缩为主



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

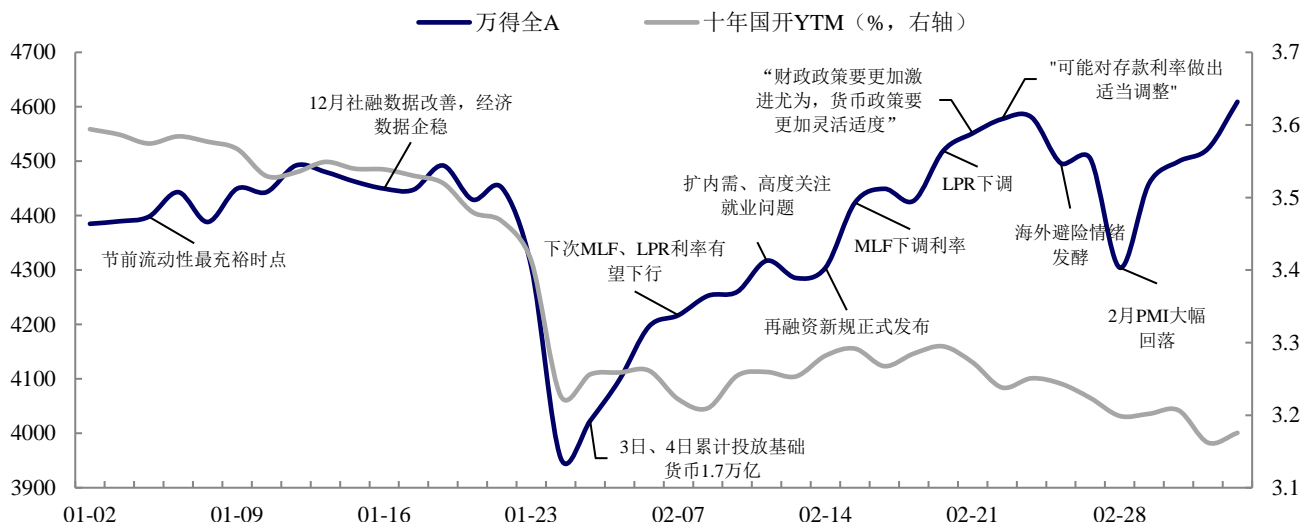
● 1 月-2 月，股债双强，转债高位提估值。

转债这一轮提估值周期自 2019 年 6 月初开始，而经历了 9 月、10 月对于滞胀的担忧，2019 年 11 月至 2020 年 1 月又是一个小的估值上升阶段。2 月 3 日大跌导致估值压缩，但 4 号开始转债便重新进入估值提升区间。

基本面偏弱但政策积极且货币政策先行是背景，在整体股债双强的局面下转债表现较强。一方面，科技类品种在牛市预期下，即使价格不低仍有高溢价，另一方面，债券走强对低位转债也形成了不错支撑。

这是转债全年少有的舒服时刻，整体赚钱效应极强，积极参与市场的产品均有不错回报。2 月 3 日千股跌停、次日便进入“小牛市”，反转只需一瞬。而事后来看今年见证了太多次资本市场的神奇。

图表 2: 1 月-2 月: 充裕流动性和经济不担忧带来的股债双强



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 3 月初至 3 月下旬 “热闹是别人的”，转债整体估值有所回调。

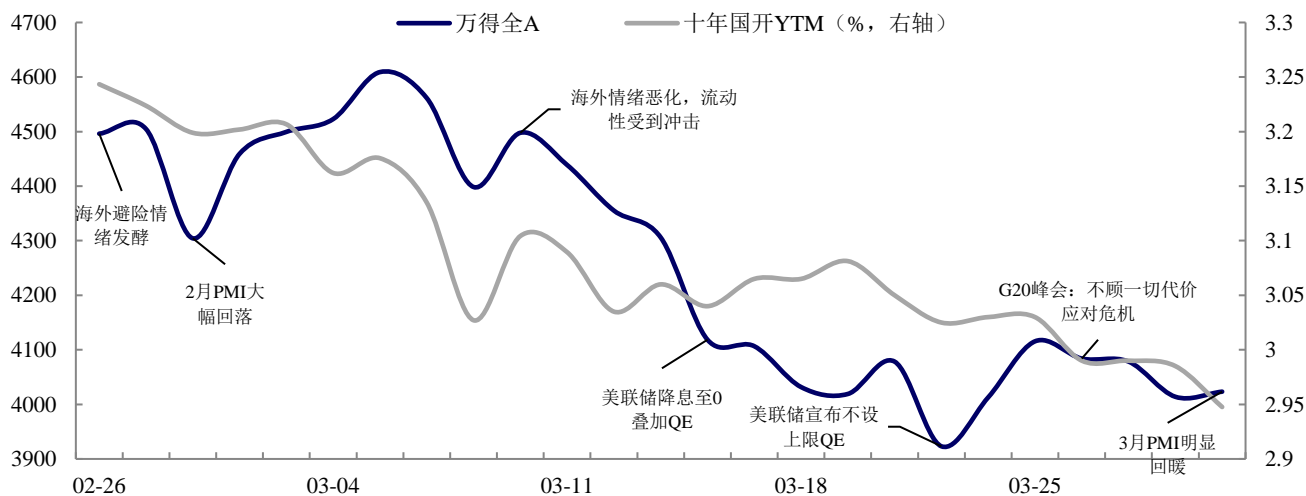
3 月转债估值回调，一度对应了股债双弱。疫情在欧美的快速蔓延明显超预期，海外情绪快速恶化并出现了美元流动性危机，在 VIX 指数快速拉升的情况下全球股市、债市、黄金价格一同下跌，美元上涨，这一情况直至 3 月 23 日前后美联储不设上限 QE 后才有所改观。

国内市场虽然也是阶段性股债双弱，但相对海外而言波动较小，因此转债估值整体回调幅度不大。对应在个券上，中低价格品种跌幅明显小于高价标的。全球流动性冲击阶段性解除后，A 股有所反弹、债市则依托流动性宽裕+基本面较弱的逻辑走强，转债 3 月底估值小幅修复。

转债市场中部分中小品种吸引了活跃资金的关注，市场出现过度交易。但对多数机构而言，热闹与自己无关。虽然没有整体行情，但这段时间低位品种明显具有超额收益，多数账户的底仓回撤不大。部分操作灵活、偏好低位品种的账户相比二月净值并未明显回撤，相对排名也有上升。

由于股市调整明显，外盘暴跌，转债投资者即使出现亏损心态仍然非常平和。

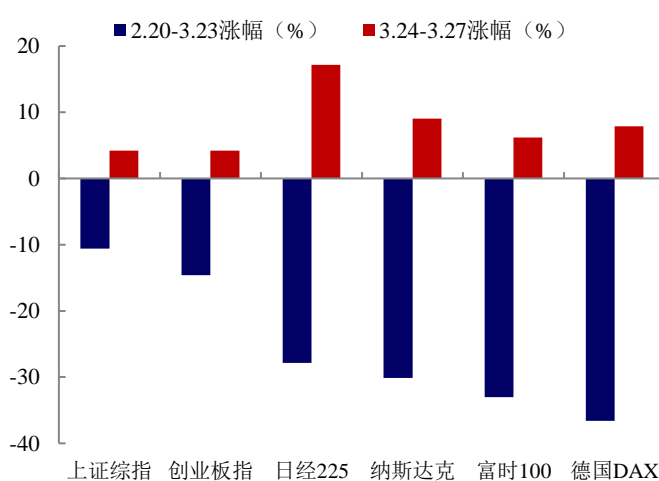
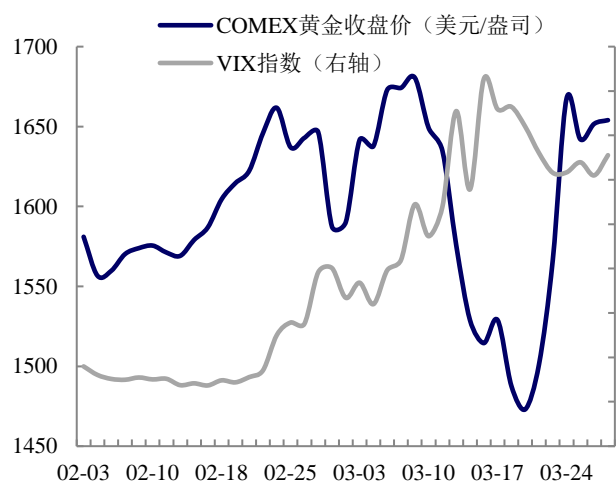
图表 3: 3 月初至 3 月下旬, 流动性冲击一度带来转债估值回调



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 流动性危机带来 VIX 和黄金价格的方向波动

图表 5: 海外股市大幅回撤, A 股比较坚挺



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 3 月底至 4 月下旬股市反弹中转债定位勉力维持, 但赚钱效应不佳。

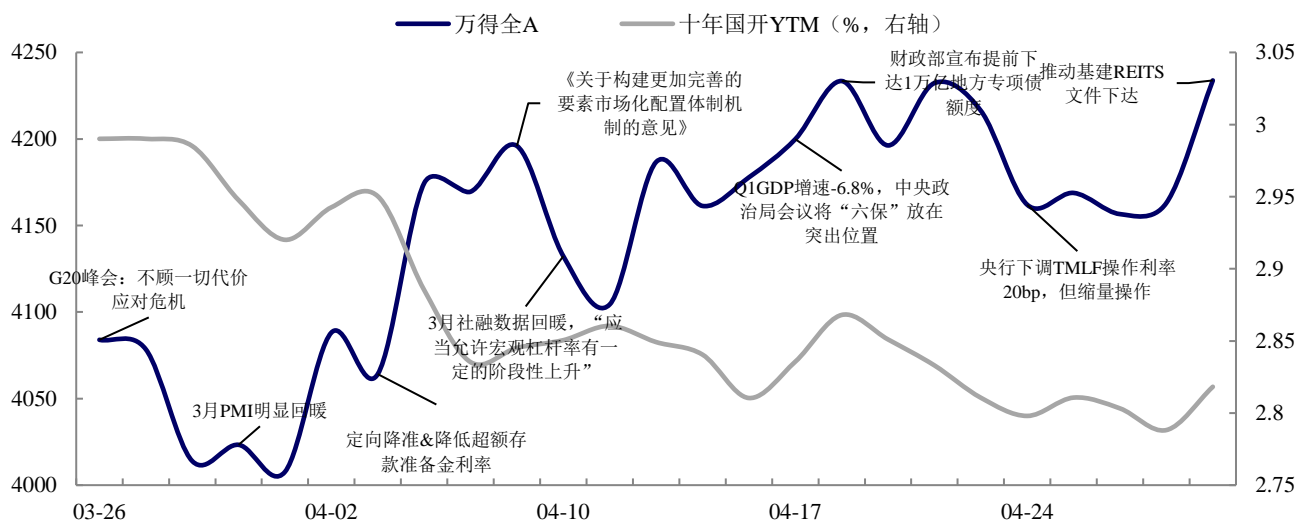
从资产表现上看, 这段时间股市企稳反弹、债市高歌猛进, 但转债估值只能勉力维持, 无法继续提升, 这与 1 月-2 月“股债双强带动转债估值提升”并不相同。

具体来看 3 月底至 4 月下旬虽然经济弱势中开始爬坡, 但流动性仍然充裕, 这对股债均比较有利。但显然, 即使 3 月悲观情绪缓解投资者也逐渐意识到本次疫情带来的经济负面影响可能持续相当一段时间。事后看也正是从此开始股市反弹愈发分化, 传统宏观周期行业如采掘、钢铁、化工等行业指数 4 月至 6 月均在低位徘徊。

之所以转债估值无法持续提升, 主要是: 1) 在股市偏极端的结构性行情中转债标的的不足且缺乏优质品种的缺乏被放大, 同时 3 月押注高位优质标的投资者明显受伤; 2) 2 月底之后转债估值已经处于 2017 年以来最高水平, 本身已经透支了权益

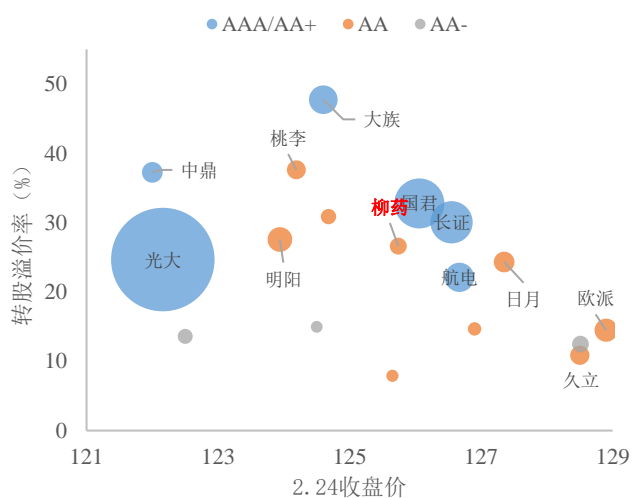
的预期，而当权益的整体性行情不佳后转债估值仍能保持已然不易。

图表 6：股市企稳反弹，债市高歌猛进，但转债估值却没有提升



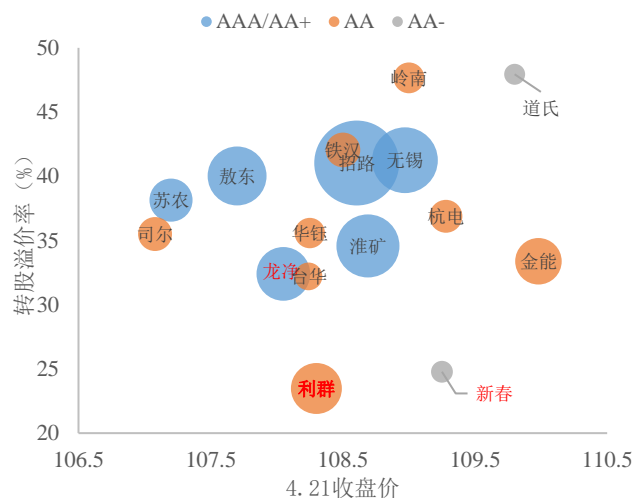
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7：柳药转债上市定位指向牛市预期



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8：而利群转债上市前后，新券已经基于基本面情况定位



### ● 5月、6月转债定位滑落，股市结构性行情显著，债市大幅回撤。

5月转债出现的11连跌指向赎回压力明显，转债估值压缩幅度已经堪比2016年以来的几次快速调整的情况（2016年12月、2017年11月至12月、2019年4月中旬至5月）。而6月股市强劲仅对部分强势转债带动明显，转债整体仍然偏弱。

一方面货币政策超预期回归成为债市调整的核心压力，而基本面持续回暖和权益市场增量资金不断（外资和公募）强化了景气领域的股市结构性行情。转债估值的弱势反映了两个资产弱点：1）个券难以对应医药消费主导的行情（相比之下，2019年下半年转债市场则有不少对应行情的消费电子品种），这与4月情况类似；2）估值滑落时即使平价上涨但转债价格表现不佳，正股不力的周期品种则需要承受

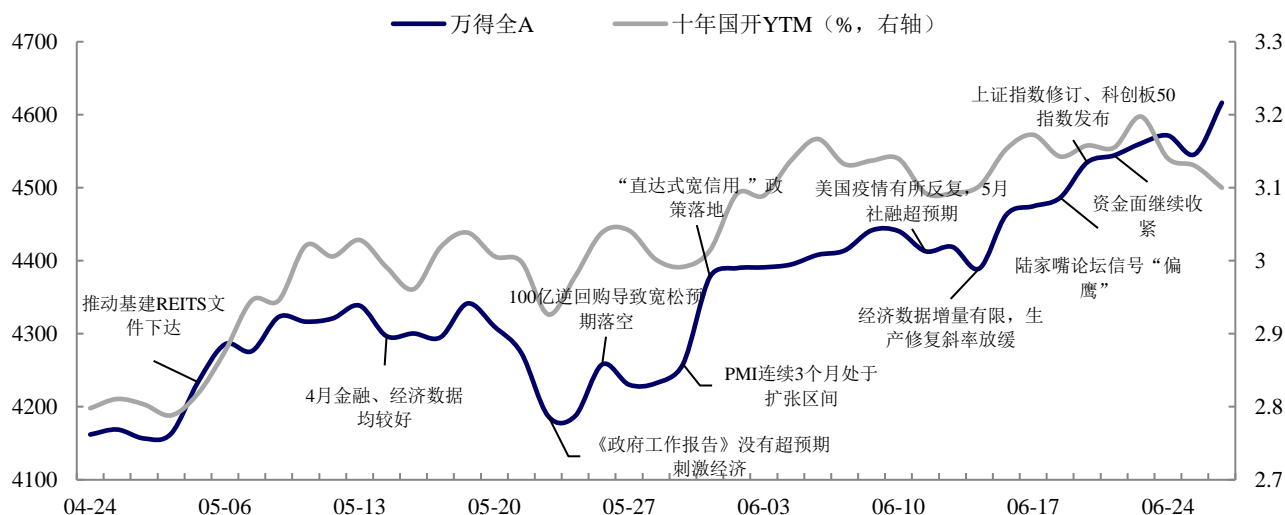
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



平价和估值双重下杀的损失。

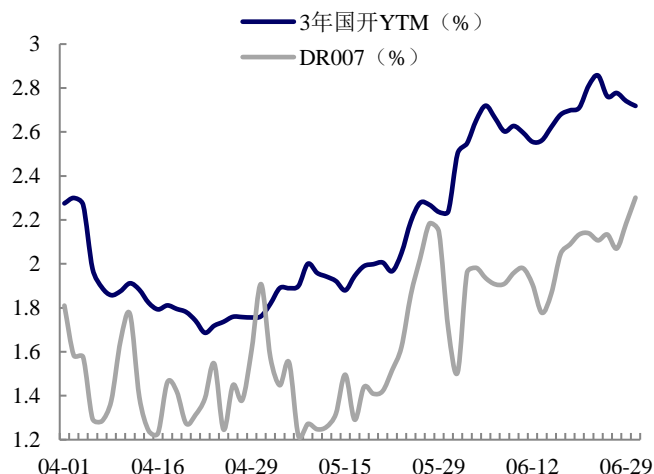
5月持续调整可转债指数的跌幅在5%左右，其实并不及3月份那样弱势但这带给投资者的痛苦却更甚：一方面，低位品种调整更甚导致固收投资者的底仓受损严重，同时也打击了风险偏好偏低的投资者；另一方面，股市震荡向上衬托了转债的乏力。

图表 9：结构性高景气和过量流动性退出强化了结构性行情，转债估值被纯债拖累而下行



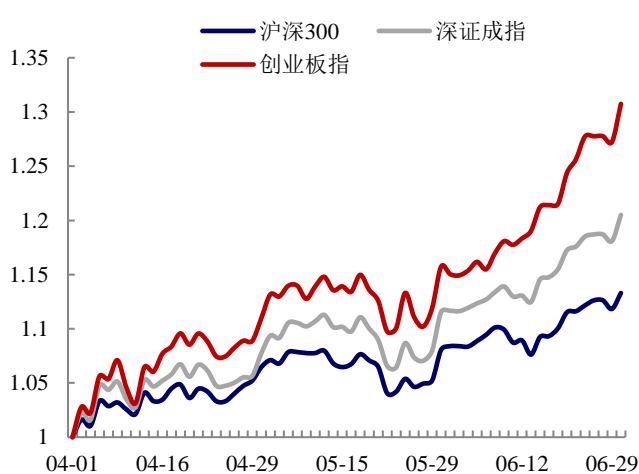
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10：资金利率中枢抬高，短端 YTM 快速上行



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11：股市结构性行情 6 月更加明显



### ● 7 月股市“大开大合”，转债赚钱效应强，但估值难提升

7月上旬，权重品种带动 A 股暴涨，连续的拉涨点燃了市场对于“牛市”的预期，大量增量资金入场，7月6日至15日 A 股日均成交额超过 1.5 万亿元。债市来看，7月初股市短期爆发、净值型产品遭遇赎回等原因使得股债跷跷板显著，7月1日至13日中债十年国开 YTM 大幅上行约 40bp，跷跷板现象显著。但随后官方喊出“健康牛”口号、严查配资的情形下 A 股上行受阻，中芯国际科创板上市、茅台“被点名”、中美摩擦再起使得股市波动放大，7月中下旬，成交量开始下滑，不

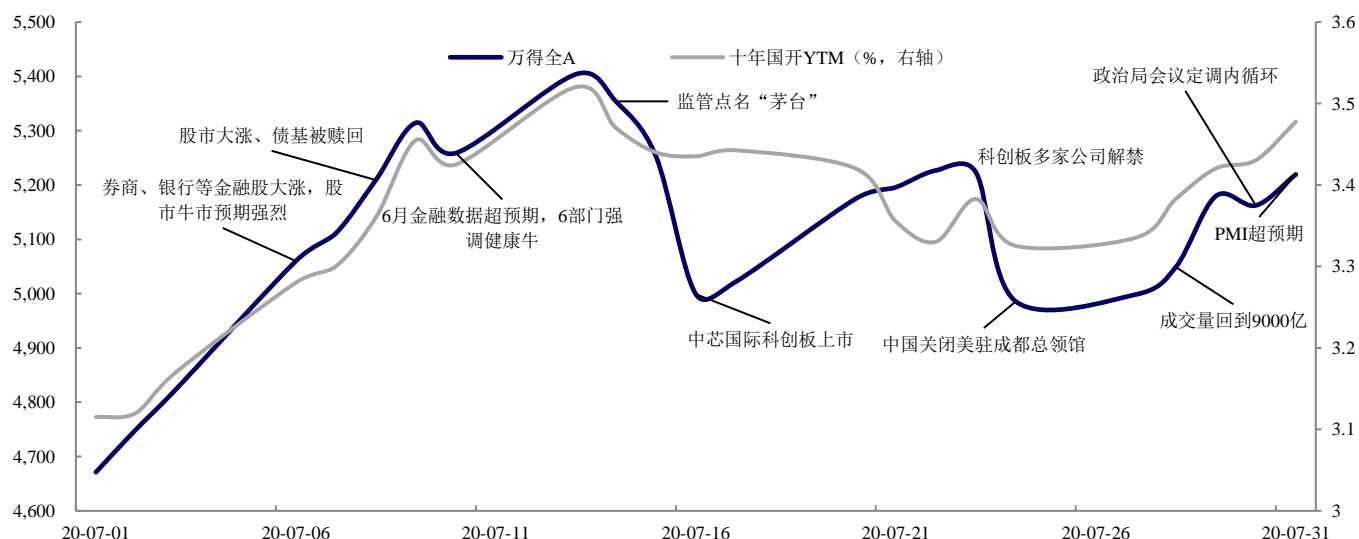
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

过市场韧性仍在，机构增量资金依然比较充裕，股市进入宽幅震荡，债市压力也得到释放，在政策利率依然稳定的环境下，市场利率趋稳。

七月，市场风格也出现了明显的变化。随着经济加速复苏，估值处于低位的顺周期板块受到了市场的青睐，而估值高位、短期业绩支撑性不足的科技板块（如此前火热的半导体）逐渐走弱。在顺周期板块内部，不同细分行业修复存在时滞，化工、汽车等板块首先恢复。

转债市场 7 月上半旬跟随股市上涨，迎来了较好的赚取 beta 的机会，多数转债基金 2020 年主要收益来源于这段时间。虽然主板指数此时处于过去两年最强的阶段，但转债的赚钱效应主要来自于平价的贡献，估值提升幅度有限。特别是，随着权益市场进入震荡，快牛预期消失后，转债小幅提升的估值马上再度压缩。

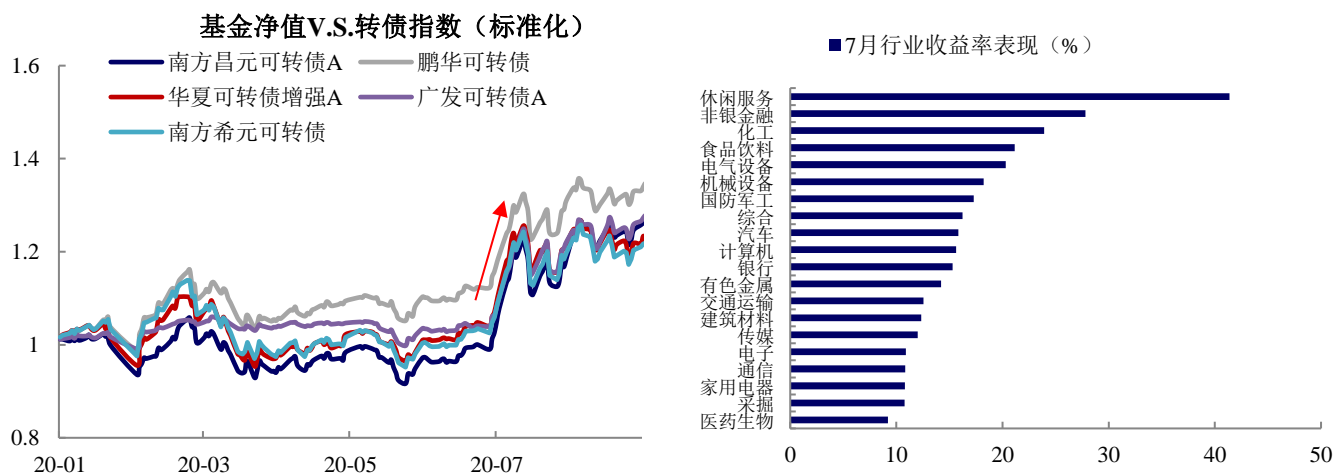
图表 12: 7 月上半月股市“牛市”预期下拉涨, 债基赎回压力下走熊, 下半月股市回调震荡, 债市压力暂缓



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13: 7 月初转债基金赚钱效应较好

图表 14: 周期板块开始逐渐恢复



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 8月至10月，持续震荡阶段，少数板块吸睛

股市在此期间主要受到经济回升/海外疫情反复影响保持震荡，而银行间资金依然

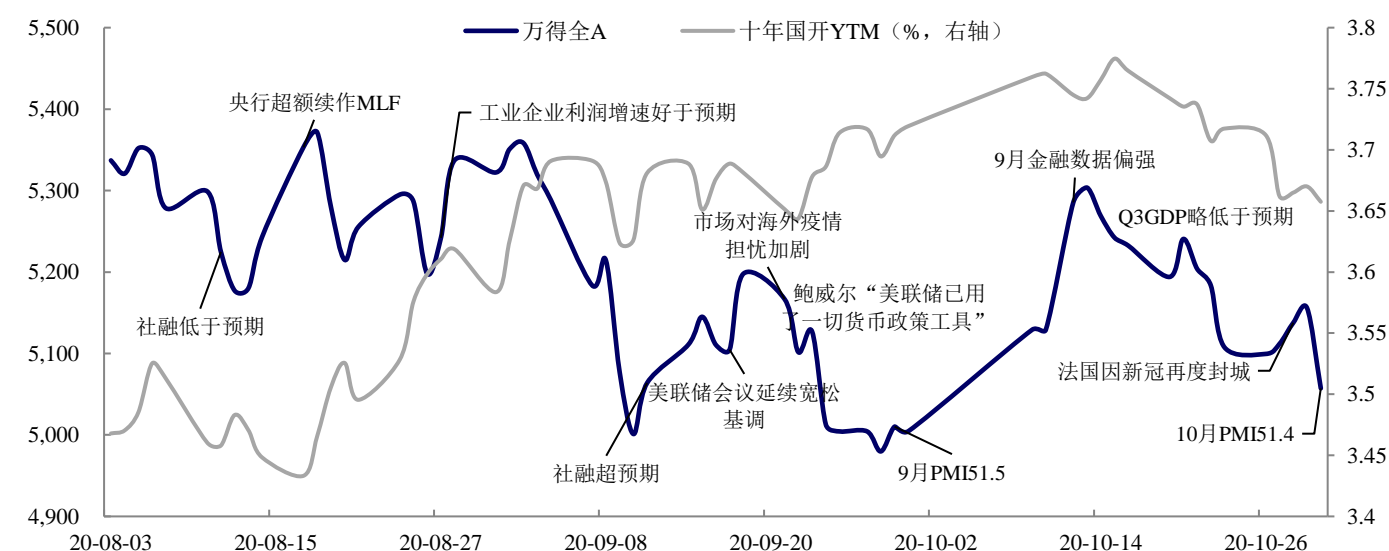
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

较紧，存单利率持续提升，债市中枢继续上行。其中，8月股市增量资金补充不足（如外资、新发公募产品），存量市场中受经济/金融数据等因素影响窄幅震荡；银行间流动性收紧仍在继续掣肘债市。9月海外疫情、美联储货币政策不确定等因素影响下，外股持续调整，A股也跟随下挫；债市方面，银行间缺长钱。到了10月，经济持续回升，耐用品消费&银行股持续走强，但股市整体依然受到经济/金融数据及海外疫情影响宽幅震荡，债市在MLF超量续作/GDP低于预期/国债发行量下降等影响下走牛。

股市虽整体震荡，但新能源板块（新能源车产业链、光伏等）有持续的赚钱效应。而专注至少重仓这个板块的产品才有资格参与年末的排名大战。

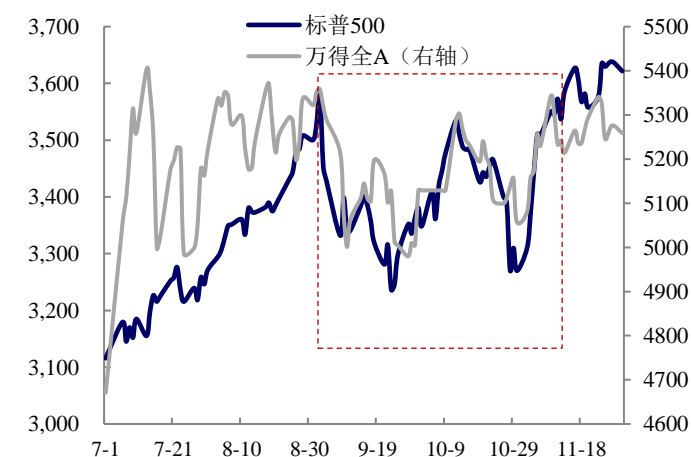
基础资产亮点有限，转债估值维持震荡，特别的是，股债均走弱的背景下，9月下旬出现了股市调整和转债估值压缩的共振，市场情绪极度低迷，市场难得出现了博弈机会。9月底到10月初，尽管股市反弹的持续性不佳，但转债整体的赚钱效应却不差。

图表 15: 股市在“经济复苏”及“海外疫情”等因素冲击下震荡，债市缺长钱导致中枢上行



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16: 9月至10月A股受海外影响明显调整



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 17: 缺乏长钱制约了债市表现



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### ● 11月至12月，股市“极致分化”+信用风险，转债起波澜

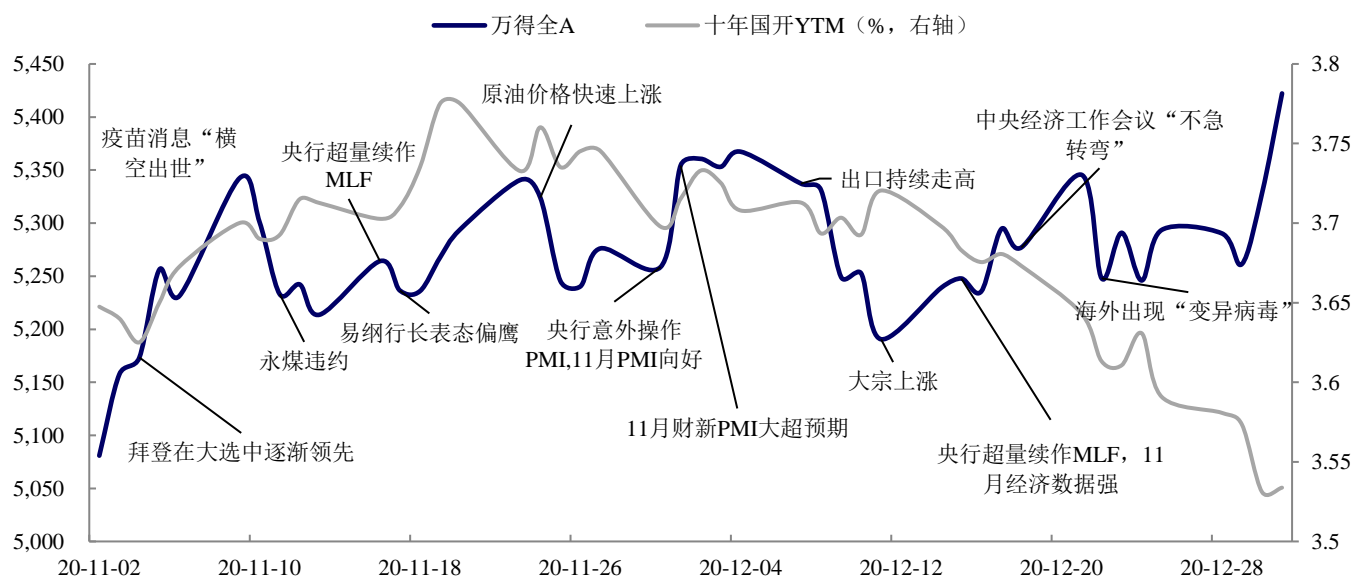
11月，美国大选的逐步落地，带动了全球股票市场的“开门红”，但疫苗消息触发市场对宽松持续的担忧，金融/经济/海外疫情继续持续影响股市走势，股市窄幅震荡，直到2020年的最后两天，股市快速拉涨3%，站上2019年以来两年股牛的最高点。

11月中“永煤事件”重创信用市场，债市出现调整，但十一月下旬开始，流动性超预期宽松（可能是对冲信用事件对市场冲击），债市逐步走牛，收复7月初水平。

**转债内部的“极致分化”，源于股市却甚于股市。**在年末主流股指创前高的背景下，中证1000却与7月高点还有不小的差距，而中证1000后面还有大量的小盘股其实表现更弱，权益市场本质上处于极致分化的状态，在机构化和外资的话语权不断增加的情况下，加上注册制和退市规则强化的政策推动，股票的分化是极致的。

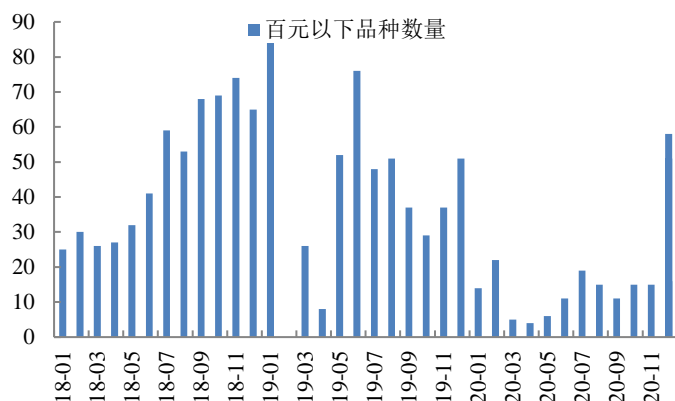
转债市场作为权益市场的一个子市场，本身也在反应这种分化，特别是“永煤违约”事件和“鸿达兴业违约”后，低价转债向2018年靠拢，而新能源等热门板块/白马股转债却因为稀缺享受高溢价，转债市场的分化其实比股市更夸张。

图表 18：年末股、债同时走强



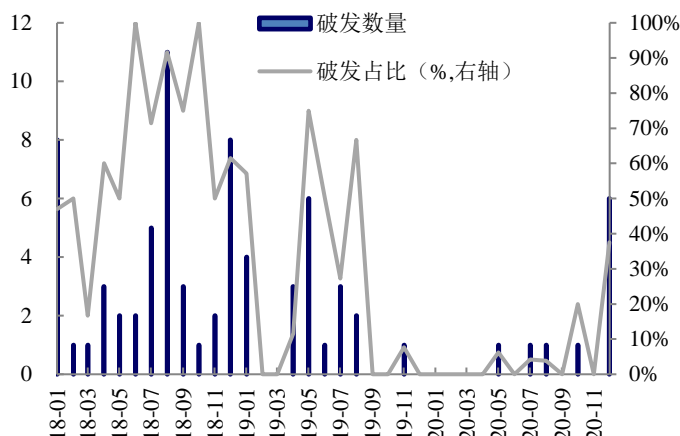
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 2020 年末百元以下品种超过 50 只



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20: 12 月转债破发数量虽然明显抬升, 但比例依然低于 2018 年水平



综合来看, 2020 年转债的节奏其实不好把握, 上半年有 2 月和 5 月的单边痛苦, 下半年则是小区间的震荡, 择时层面需要频繁的逆势操作才可能实现积少成多。但显然, 这样操作多半属于比较理想的情况, 实际操作难度较高。而这也是多数人淡化择时, 强调择券的原因。那么, 择券如何? 将在第二部分讨论。

## Part2. 个券精彩纷呈, 但不易尽享

- **个券精彩, 但指数并不容易超越。**自下而上选股策略的空前成功, 加上转债今年择时的困难和标的的大幅增加, 强调选券确实是自然而然的事情。今年英科、上机这样在股市大放异彩的标的, 恰好有转债, 自然也给择券带来了舞台。

按照最高收盘价统计, 2020 年有过交易的 400 多只转债中, 有 127 只最高价超过 160 元, 61 只超过 200 元。这大幅打开了转债价格的上限, 进一步增加了择券的价值。对于这部分品种, 我们可以将其分成三类, 1) 筹码型品种, 部分小规模转债被过度交易, 3 月、10 月尤甚。这部分属于运气品种, 不必重点讨论。即使后期部分品种成了反复被炒作的对象, 也不必花太多心力; 2) 白马型品种, 这部分属于多数投资者都关注甚至参与的品种, 是胜负手; 3) “超预期”型品种, 明显超预期的表现, 重仓者会获得大幅的超额。对于第二三类品种, 应该给予重点关注, 不妨讨论一下 2020 年这两类品种的机会。

- **应该把握的白马, 好把握么?**这部分品种正股其实也是耳熟能详的, 属于典型的优质公司类别, 至少在某个阶段被市场视作白马品种, 转债规模多数也比较可观, 属于大资产的核心仓位。典型的有东财、隆基、顺丰、海大、歌尔等, 在这 20 多个标的中, 新能源相关占比近一半 (隆基、通威、福斯特、福莱特、恩捷、璞泰来、赣锋 2 期、先导)。

由于这部分品种属于白马品种, 市场覆盖度高, 转债上市定位往往偏高, 使得看中转债层面性价比的投资者, 可能不易参与, 特别是对回撤承受较弱的投资者, 只能望高价兴叹。就今年的白马品种而言, 希望、通威、蓝帆、璞泰来等均给转债投资

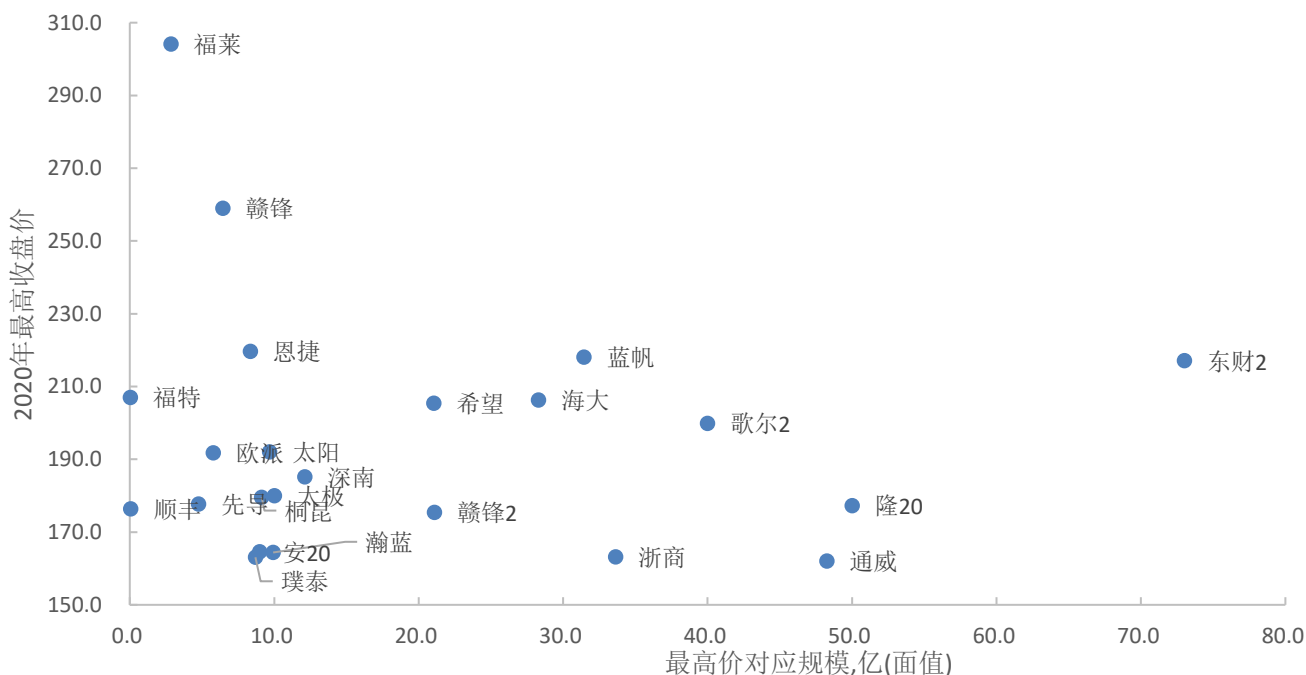
者带来不愉快的体验，很多时候来不及等时间做朋友。而对于歌尔、隆基、安井、紫金等在正股趋势向上时上市的品种而言，上市迅速达到 150 元左右，且明显溢价，对于固收投资者来说，下重注的谈何容易，或者也没必要。

### ● 超预期转债标的的挖掘，又何谈容易？

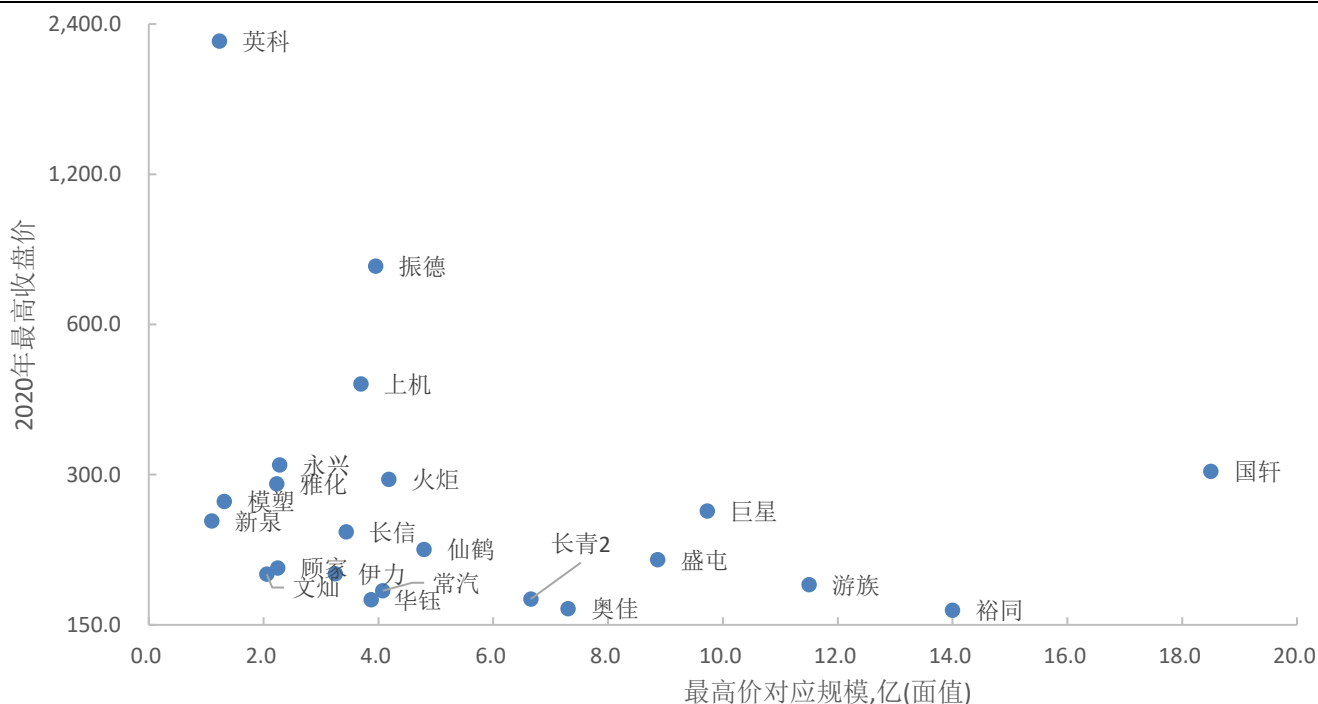
2020 年转债市场不乏超预期品种，英科、振德、上机等标的打开了转债的价格上限，而很多品种实际是给了非常优质的买点，成为获取超额的索求方法。超预期品种主要来源仍是新能源板块，与其挖掘超预期品种，倒不如跟随强势板块来得高效。比如伊力特，作为非典型白酒品种，我们曾将其涨停作为市场情绪指标(5 月)，事后来看，如果不纠结与正股的质地，而是从白酒板块出发，可能更有机会抓住伊力转债。这或许就是赛道逻辑被高度重视的原因。

而对于超预期品种来说，还需要考虑行业和板块的周期性，尽管他们可以在景气向上时涨得更多，但很难保证下一轮景气上升时还能轮到他们，典型如游族等。

图表 21: 2020 年优质白马品种



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 22: 2020 年超预期转债**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

之所以转债择券并未给组合带来显著且持续的超额, 核心问题还是在于筹码不足, 不妨分行业回顾一下转债在强势板块中的情况来展示这个角度。

### ● 医药: 极度缺乏优质品种, 导致转债市场无法分享行业牛市收益

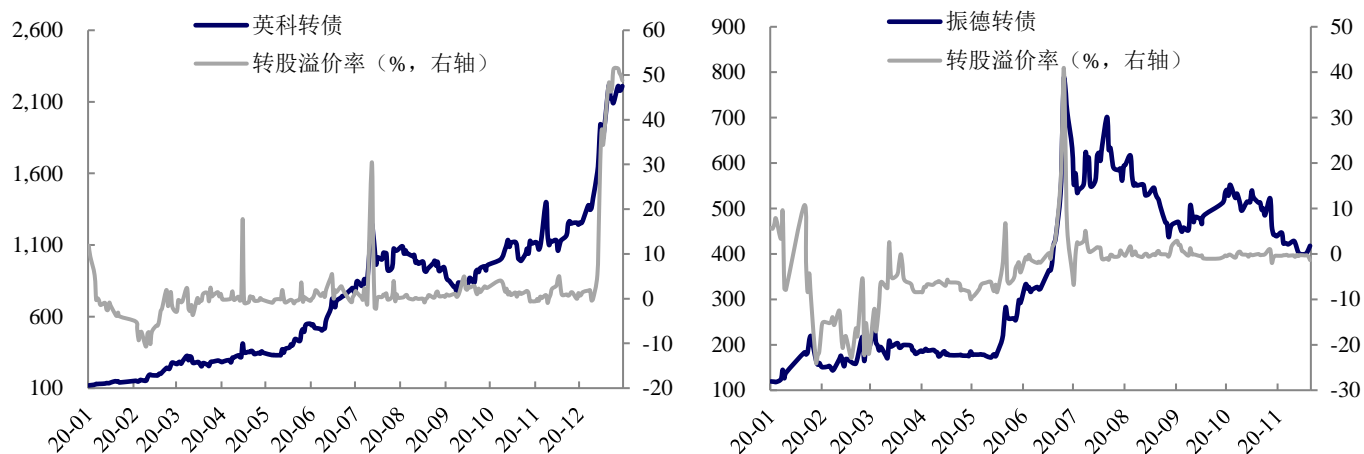
2020 年医药生物 (申万) 行业指数涨幅约 51%, 盈利主要集中在前 7 月, 8 月至 11 月回调接近 20%, 12 月指数逐步略有恢复。医疗服务、医疗器械、生物制品是涨幅前三的细分子行业, 2020 年收益率分别为 95.3%、83.8%、69.8%。其中, 医疗服务对应的转债仅有润达转债; 医疗器械对应的为英科转债、万孚转债、蓝帆转债、三诺转债、科华转债、尚荣转债及宝莱转债; 生物制品对应的转债品种仅有溢利转债。

**医药品种是转债市场尴尬局面的一个缩影。**医药转债主要集中在医药商业、化学制剂、医疗器械、中药细分行业, 且除了医药商业外, 普遍缺乏一线标的。今年表现较好的三个医药细分板块中, 仅有医疗器械拥有大概 52 亿余额的空间, 医疗服务、生物制品两个行业均**极度缺乏标的**, 也使得转债投资者难以享受今年医药牛市的收益。更尴尬的是, 8 月开始, 生物制品、医疗器械板块均出现大幅回调, 一批八月后上市的转债品种大幅回调, 甚至有品种跌破百元。虽然板块中也幸运的拥有英科医疗这样的大牛品种 (且尚未赎回), 但也仅有少部分机构重仓该股票。另一个方面, 由于**转债市场少有医药龙头** (如药明康德、爱尔眼科、迈瑞医疗、恒瑞医药等) 品种, 医药转债远没有权益市场的赚钱效应, 在年末三四线产品抛售的行情下, 医药转债也普遍表现疲弱。

其他消费板块, 确实有希望、海大、安井这样的优质品种, 但与医药的情况相似,

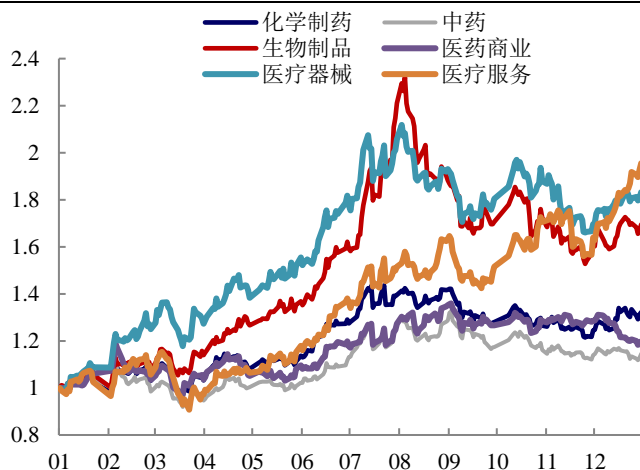
最核心的品种并没有转债，而且相对优质的标的也是非常稀缺的，转债分享消费赛道的机会有限。

图23: 今年高盈利医药品种集中在医疗器械



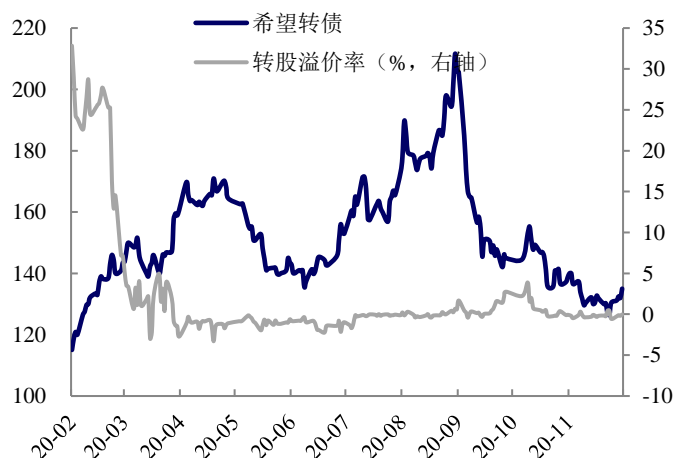
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图24: 医药细分领域还是有较大差异, 领涨板块转债品种不足



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26: 希望转债8月后受到猪价压制

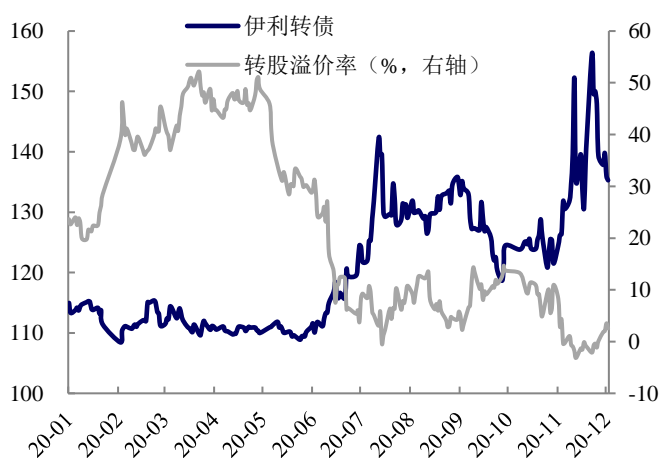


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图25: 下半年实现突破的医疗服务行业仅有润达医疗一家, 上市高定位透支转债空间



图27: 伊利转债得益于白酒行情实现较好收益



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



● **新能源：新能源带给转债市场强收益，但警惕承担波动压力。**

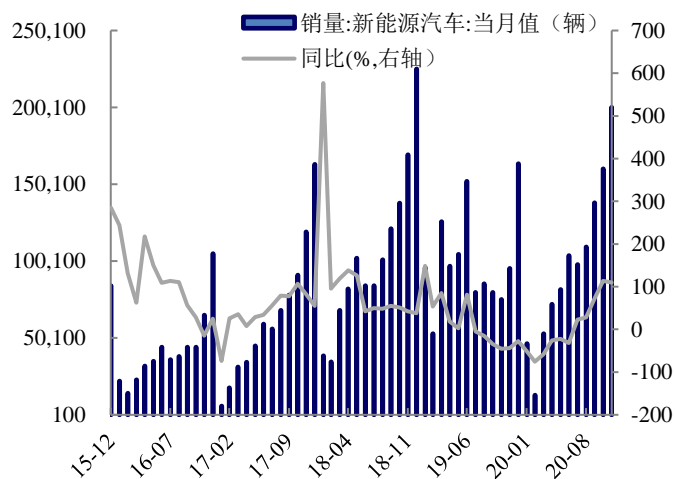
新能源板块是 2020 年股市表现最强板块之一，且新能源板块中转债标的的质量偏高。近期我国在联合国大会上承诺在 2030 年前达到峰值，在 2060 年前实现碳中和，目标的实现需要光伏为代表的清洁能源&新能源车为代表的领域加速发展。**光伏设备领域**，转债市场拥有正股为光伏设备龙头的隆基转债（正股为单晶硅片/一体化龙头）、通威转债（正股为硅料+电池片龙头）、福特转债（太阳能电池胶膜龙头）、福莱转债（正股为光伏玻璃龙头）等一线品种，并且在正股表现强势而赎回后，福 20 转债、隆 20 转债等二期产品也继续推出，投资者可以通过转债市场分享光伏板块的赚钱效应。需要注意的是，由于赎回和两期品种的间隙，转债投资体验比正股差很多。

**新能源车领域**，这是今年转债获利最大的板块，且优质品种不少，部分转债基金和二级债基也纷纷重仓该板块，获得了持续的收益。新能源车是未来供需两端提升空间巨大的领域，特斯拉引领新能源车潮流，特斯拉的高股价也支撑了行业整体估值，各大传统车企巨头如大众、通用、戴姆勒、宝马等也加快电动化脚步，本土新势力快速崛起，新能源车更是可以通过“摩尔定律”对传统车降维打击。

但需要警惕目前光伏板块及新能源汽车板块估值普遍较高带来的回撤风险，特别是一些没有业绩及成长逻辑支撑的二三线跟涨品种。

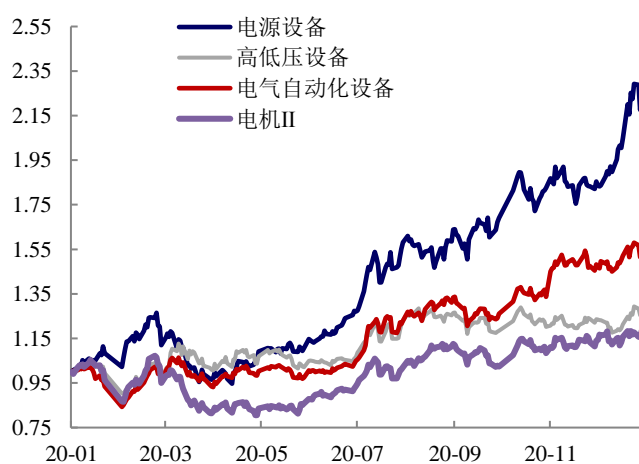
转债层面，目前定位应该是市场最高的存在，指向对板块的极度乐观。目前隆 20 转债、赣锋转债定位接近平价，新上的福 20 转债享受价格/转股溢价率 144/24% 的高定位，欣旺转债价格/转股溢价率也达到了 156/8%。

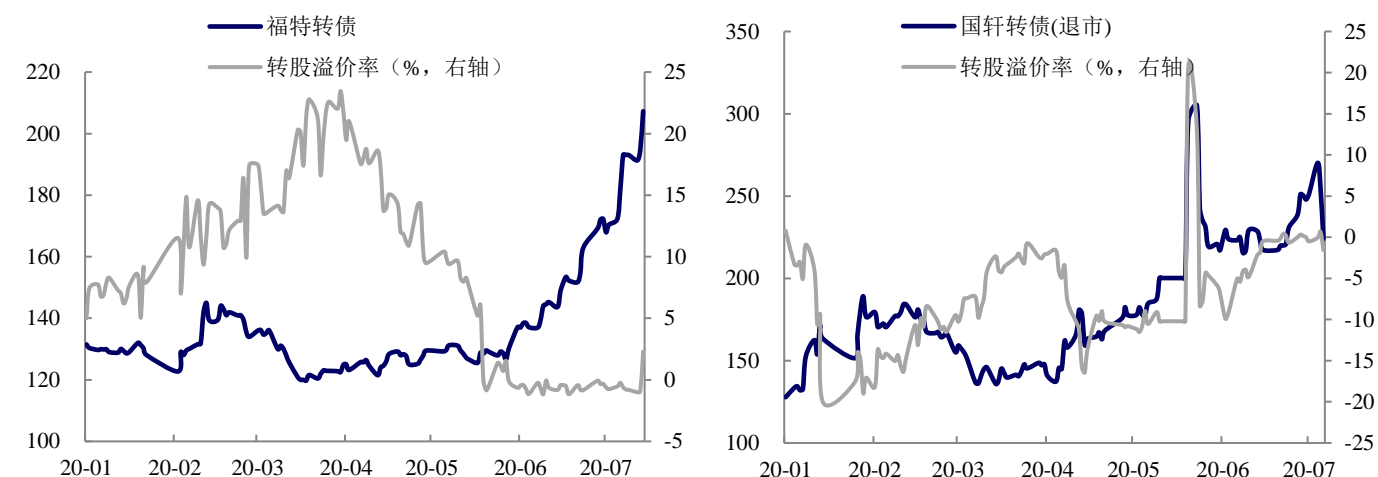
图表 28：新能源车销量大幅抬升



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 29：电源设备表现突出



**图表 30: 上年末本年初上市的一些优质标的获得极佳收益**


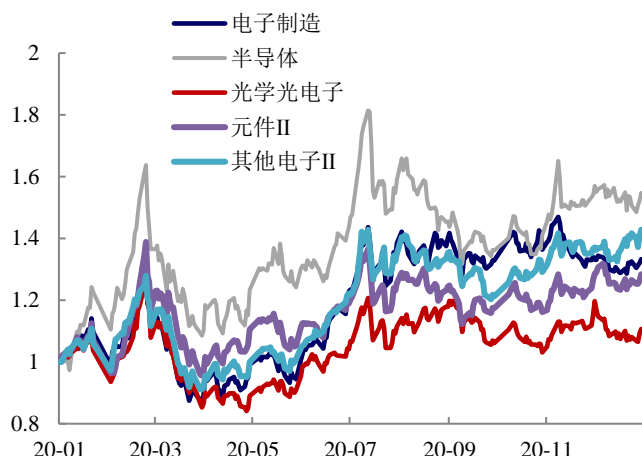
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 电子板块: 品种丰富, 但难抓配置机会

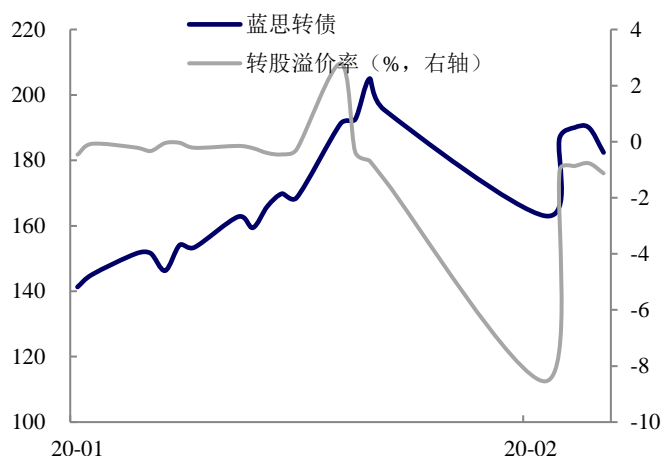
电子板块 2020 年全年涨幅 36.1%，排 28 个子行业第 7 位，但 7 月中旬至年底间收益率下滑 5%，年内收益主要来源于年初至年中的行情。其中，细分子行业中，电子制造、半导体、光学光电子、元件、其他电子板块涨跌幅为 33.3%、54.7%、10.7%、28.4%、42.8%，全年表现最佳的依然是半导体；但截至年末，仅有其他电子板块略微突破年中高点，下半年多数板块出现明显回调。估值最高、业绩兑现最慢的半导体板块更是回调了 14.6%；而业绩支撑的消费电子板块下半年震荡，估值有所消化。而其他电子板块中汇集了一些军工领域、新能源材料的强主题品种，下半年股价得以突破。

转债的一线标的主要集中在**电子制造**领域（包括了立讯转债、歌尔转 2 等，蓝思年初已经退市）；**半导体**的品种仅有将要上市的韦尔转债，这也说明转债市场并未享受上半年半导体大涨带来的收益（当然也避免了下半年的回调）；**光学光电子**领域拥有视源转债(已退市)、长信转债、利德转债、木森转债(退市)、水晶转债(退市)、联创转债等标的；**元件**板块中拥有景旺、火炬、深南（退市）等优质品种；其他电子板块拥有大族、鹏辉两个品种。

除了半导体外，2020 年多数行业的转债品种均能分享正股高弹性带来的机会，但多数优质品种或是 2 月平价冲高后退市（如蓝思、水晶、和而），或是上市时间为下半年而错过最佳赚钱时机（如歌尔、景旺、立讯），综合来看仅有火炬能在上市后享受高收益。这主要由于两方面原因 1) 电子板块优质标的赋予了高溢价率，退市前行情如果表现一般，高溢价率几乎消耗所有收益（如深南、木森、视源、泰晶、和而）；2) 转债品种上市时期不佳，高估值下正股持续回调（如景旺、崇达）。但换个角度来看，目前电子板块整体估值调整了接近半年，目前一些跟随正股调整的转债标的，也逐渐出现左侧配置机会。

**图表 31: 仅有其他电子板块突破了前高**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 32: 蓝思 2 月平价冲高退市**

**图表 33: 深南高溢价消耗了全年的盈利**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 34: 火炬是少有赚钱效应极佳的转债标的**


### ● 周期板块: 标的最多, 但赚钱效应整体偏弱。

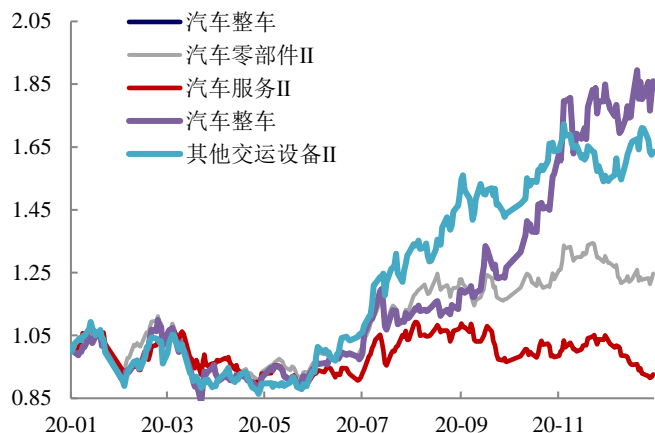
下半年较大的预期差在于部分周期板块的崛起, 由于周期板块此前很长一段时间被市场抛弃, 普遍低定位, 但同时由于股价调整过深、转股溢价率较高。多数板块受制于优质标的的稀缺, 表现不佳, 仅有色板块表现突出。具体来看:

- 1) **汽车板块正股表现极佳, 但由于整车优质标的的稀缺&标的的期权深度虚值, 涨幅不如正股。**汽车板块内部涨幅最好的为整车, 但整车的转债标的中仅有广汽质量较好, 但非此轮领涨龙头, 这是汽车板块转债表现一般的一个原因。
- 2) **银行中的部分股性品种表现优异。**9 月份, 后周期银行跑出了超额收益, 具备股性的品种表现尚可, 而债性品种受制于债市的调整而表现较差。
- 3) **有色板块既具有优质可选标的, 上市时期又迎合正股弹性周期, 为周期中表现最好的领域。**有色板块作为原料板块, 在周期回升中一般处于中后段, 11 月起有色板块开始快速拉升, 而 8 月至 11 月期间上市的多个一线有色品种, 为转债标的的优秀表现奠定了基础。具体来看, 转债标的既有迎合新能源原料的赣锋、中矿, 也有稀有金属的寒锐、盛屯, 也有铅锌优质标的的中金, 更是有 11 月末上市的铜+金龙头紫金转债。最佳的时机+最多的选择, 使得有色板块在转债

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

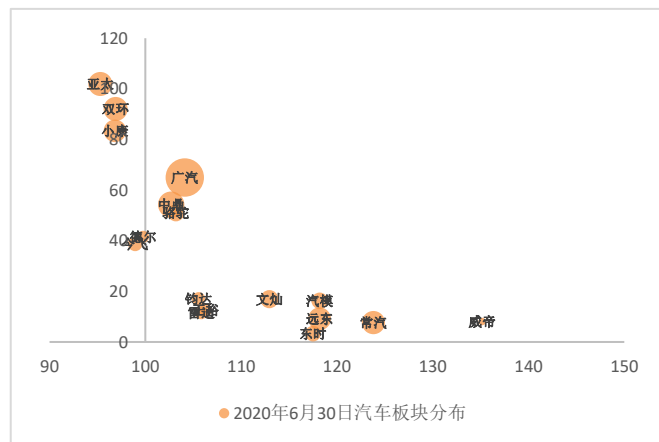
市场能够获得足够的收益。

图表 35: 表现最好的汽车整车缺乏一线标的

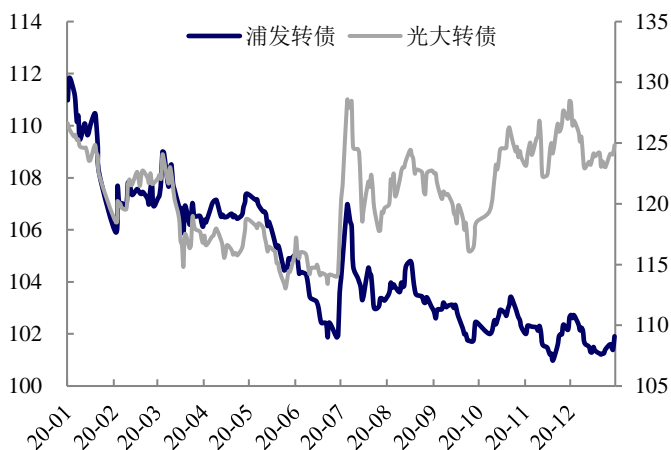


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 36: 汽车板块过半品种低价/高溢价率

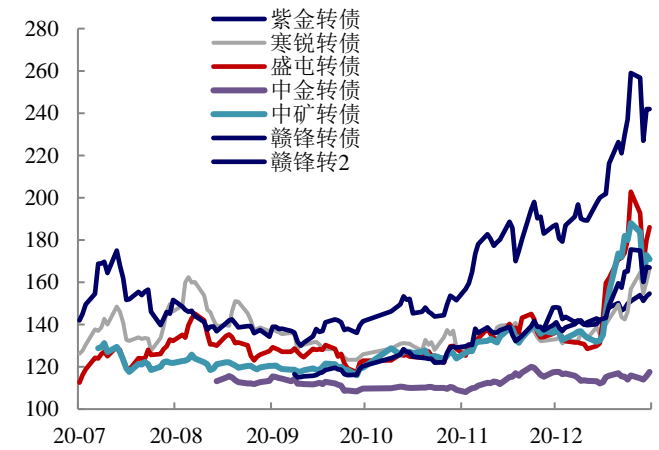


图表 37: 偏进攻性的银行标的表现较好



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38: 有色板块多类标的表现突出



综合来看, 转债市场一线标的的不足&存续时期同正股盈利周期不匹配, 是转债品种弱于股票标的主要原因

综合来看, 今年股市表现强势的食品饮料、免税、军工、医药等板块, 转债市场一线标的的严重不足, 导致难以分享股市优异表现带来的收益。而一线标的的较为充裕的新能源、电子板块存续时期同正股盈利周期不匹配, 转债收益被严重弱化。仅有色板块既具有部分优质可选标的, 上市时期又迎合正股弹性周期, 表现突出。

尽管从个个券角度而言, 机会精彩纷呈, 但从组合表现来看, 其实超越指数仍然不容易。当然中证转债指数仅上涨 4%, 这是随便做做就能超越的。但这个指数本身被大银行偏债品种严重拖累, 就像权益组合超过上证指数一样, 并无过人之处。如果看深证转债指数的上涨 15.12%, 并不易超越, 加了股票的转债基金, 中位数基本上就是水平。就像股票型基金有一半跑不赢创业板指是一个道理。但比较可悲的是, 股基跑不赢创业板仍有不小的绝对收益, 仍然能吸引投资者, 而转债产品则



很难。

也就是说，尽管择券被普遍接受为一个更好的方向，但目前来看，显然与主动权益基金相比转债的择券效果尚不能较好的体现。考虑到多数转债组合是属于固收+的范畴。因此，择时和择券需要有机结合，才能做出漂亮的收益率曲线。

### Part3. 转债市场展望

#### ● 适当降低收益预期，在分裂的市场中找到平衡。

在经历了 2 年的牛市后，转债市场反而更大了，这是前所未有的存在。而当前转债市场是极度分裂的，这是在股市分化和信用压力双重压力下出现的。当前转债的上限和下限同时被打开。这样的结果是强势品种给足溢价，让多少固收投资者难以入手，而弱势品种的资质压力，可能仍很多投资者不能入库。

展望 2021 年，考虑到优质转债的溢价较高，而权益市场难以复制 2 年来的高收益下，降低收益预期是应有之意。而在分裂的市场中做好平衡可能是很多投资者需要面对的问题。

#### ● 分化会适度消化，但分化可能会一直存在。

目前的极致的分化指向对于低价券存在过度悲观的嫌疑。这部分标的，很多都是可以正常持续经营的，违约风险有限。而且大量标的可以下修，有利于转债价格想面值回归。但目前看信用修复的政策条件和市场整体反弹的条件短期并不具备，参与这类标的，只能跟时间做朋友。这需要参与者的负债条件和收益预期与之匹配。

特别是，分化是股市机构化的必然结果，这是成熟市场的规律。因此，过度的分化是适当回归，但持续的分化会一直存在。而历史上低价品种的优质体验有赖于市场的整体性行情。如果后续整体性机会越来越少，那么低价券标的策略的体验会更差，而随着转债投研力量的投入，标的的增加，转债聚焦核心品种仍是主要策略。

#### ● 抓住主线，均衡配置

展望 2021 年，建议重视经济回升带来的产业链机会，以及科技、新能源等成长性行业内性价比尚可的一二线标的；平衡顺周期主线与消费、硬科技的仓位摆布。具体择券上：

- 1) 2021 年海内外基本面有望迎来共振，关注基本面修复确定性较高、预期比较波折但内在竞争力较强的标。例如传统工业金属领域的紫金转债、永兴转债、明泰转债、中金岭南；交运板块的南航转债、宏川转债，采掘行业的淮矿转债，炼化、农药产业链如桐 20 转债、恒逸转债、利尔转债；汽车整车、零部件优质标的广汽转债、中鼎转 2，通信标的东缆转债，PCB 标的景 20 转债。轻工领域的太阳转债、奥瑞转债。
- 2) 中期来看新能源&电子产业链品种依然具备较强的配置价值，包括新能源相关的恩捷转债、赣锋转 2、隆 20 转债等，消费电子一线标的立讯转债、歌尔



转 2，将要上市的半导体一线品种韦尔转债。

- 3) 关注一些具备弹性的二线标的。具备特色的二线标的如恰恰转债、盛屯转债、晨光转债、龙大转债转债定位上相比立讯似乎有优势，但基本面上也有折让；关注将要上市的玻纤二线品种长海转债产能释放带来的弹性，以及目前性价比较高的包装领先品种奥瑞转债。
- 4) 继续强调优质金融品种的配置价值。银行品种安全边际仍然充分，光大转债具备优势，弹性品种关注张行转债、青农转债、无锡转债等品种的补涨机会。券商中目前差异有限不过波动较大，国君转债和国投转债均可关注，重视待上市的财通转债。
- 5) 股市分化趋势未变，信用环境难以转向，低价标的未迎来配置的最佳时期，但可以左侧布局。可以关注贝塔较为强劲的道氏转债，具备农业主题属性的大禹转债，具备正股弹性的装配式设计企业华阳转债等，新券和次新券定位偏低的品种也值得重点，如洪城转债、洁美转债等。

图表 39：年初核心推荐标的一览

代码	名称	12.31 收盘价	转股溢价率 (%)	申万一级行业	债券余额 (亿元)	债券评级	简述	正股 20PE (Wind 一致预测)
110066.SH	盛屯转债	186.02	-0.90	有色金属	7.80	AA	电动车景气/业绩释放	57.21
128126.SZ	赣锋转 2	167.00	-0.54	有色金属	21.08	AA	锂电龙头	237.45
113041.SH	紫金转债	154.64	16.69	有色金属	60.00	AAA	国内黄金、铜矿龙头	37.16
123055.SZ	晨光转债	155.80	-0.34	农林牧渔	5.34	AA-	植物提取物龙头	35.94
128119.SZ	龙大转债	134.65	0.67	食品饮料	9.50	AA	屠宰优质标的	15.23
128046.SZ	利尔转债	129.00	14.93	化工	8.52	AA	草铵膦优质企业	19.76
127022.SZ	恒逸转债	129.01	15.91	化工	20.00	AA+	继续看好炼化景气复苏	10.98
113025.SH	明泰转债	128.02	1.40	有色金属	13.34	AA	盈利出色的铝加工企业	9.79
110065.SH	淮矿转债	126.11	5.15	采掘	27.55	AAA	煤炭价格坚挺	6.71
110075.SH	南航转债	126.12	32.05	交通运输	160.00	AAA	基本面修复的底仓品种	-9.28
113011.SH	光大转债	124.83	17.63	银行	241.99	AAA	股性股份行底仓	6.05
128048.SZ	张行转债	122.51	15.68	银行	24.98	AA	质地较好的农商行转债	11.01
128135.SZ	恰恰转债	121.90	37.70	食品饮料	13.40	AA	估值与业绩增长匹配	35.58
128136.SZ	立讯转债	127.19	32.54	电子	30.00	AA+	消费电子白马	54.79
128121.SZ	宏川转债	121.81	26.43	交通运输	6.70	AA-	石化产品物流服务商	35.56
113603.SH	东缆转债	127.04	21.59	电气设备	8.00	AA	海底电缆放量	19.41
113009.SH	广汽转债	117.84	26.17	汽车	25.49	AA+	汽车零部件优质公司	19.51
110073.SH	国投转债	115.41	27.26	非银金融	80.00	AAA	央企控股券商	13.53
128112.SZ	歌尔转 2	160.02	-0.22	电子	32.95	AA+	调整幅度较大的消费电子龙头	43.54
110043.SH	无锡转债	116.72	11.15	银行	29.99	AA+	性价比较好的区域性银行品种	8.58
128096.SZ	奥瑞转债	116.31	6.89	轻工制造	7.08	AA+	包装一体化龙头/客户优质/业绩回升/价格低	18.06
127020.SZ	中金转债	117.60	14.92	有色金属	38.00	AA+	看好铅锌铜等工业需求提升带来基本面的弹性	21.76
113616.SH	韦尔转债	-	-	电子	24.40	AA+	半导体龙头，行业估值尚可，标的兼具弹性及成长性	84.47
123091.SZ	长海转债	-	-	化工	5.50	AA	玻纤行业景气提升，产能具备弹性	22.23

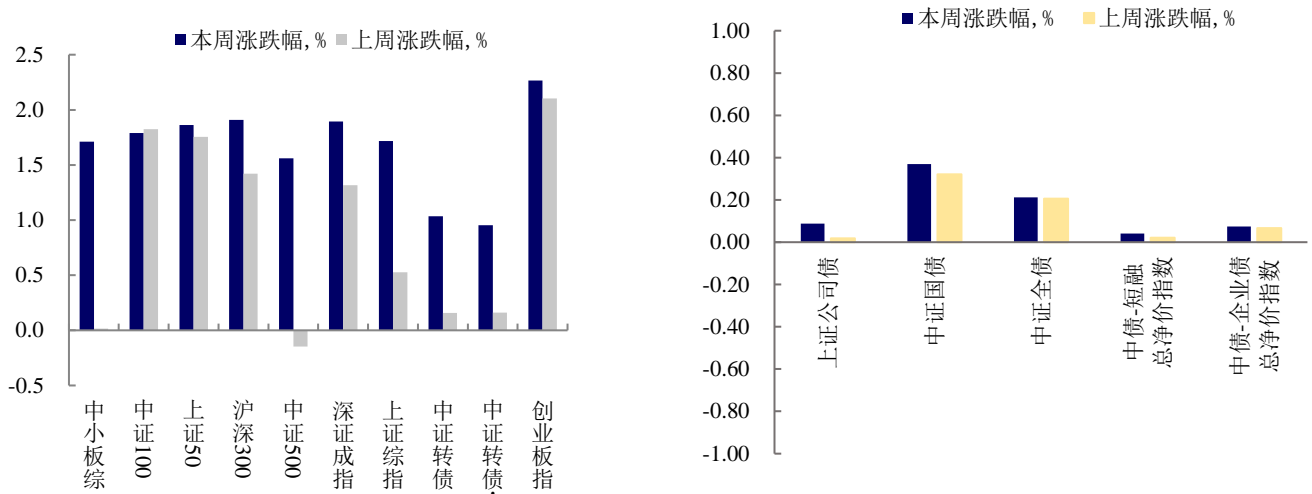
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 19 -

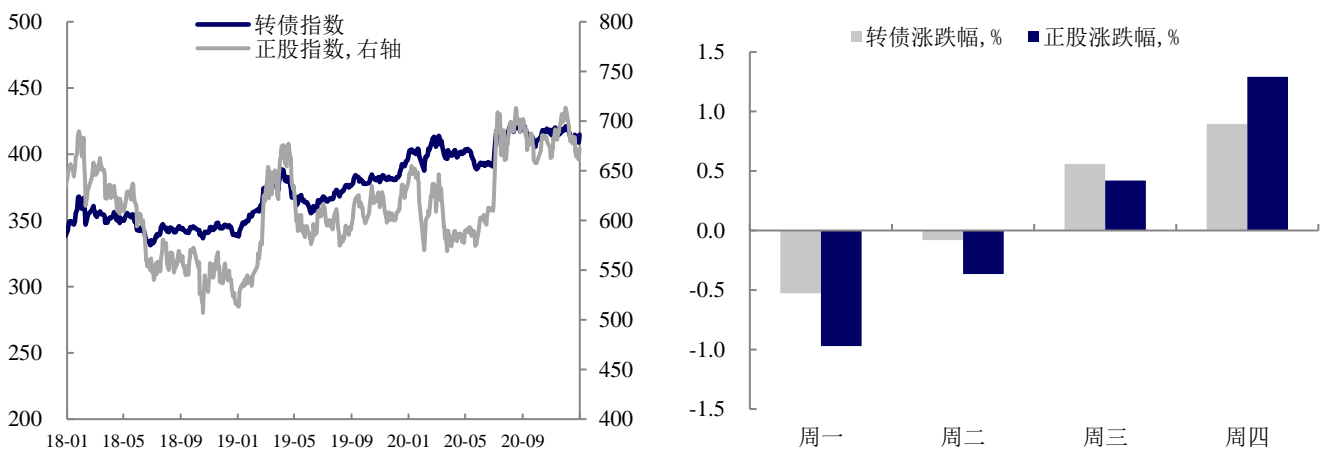
## 市场回顾

图表 40: 股市强势上行, 债市情绪较强



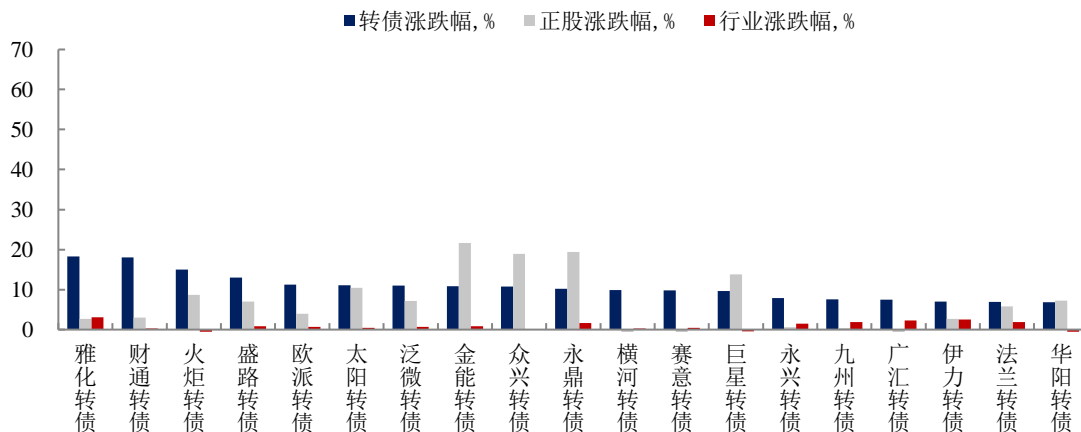
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 41: 权重品种带动转债指数上行



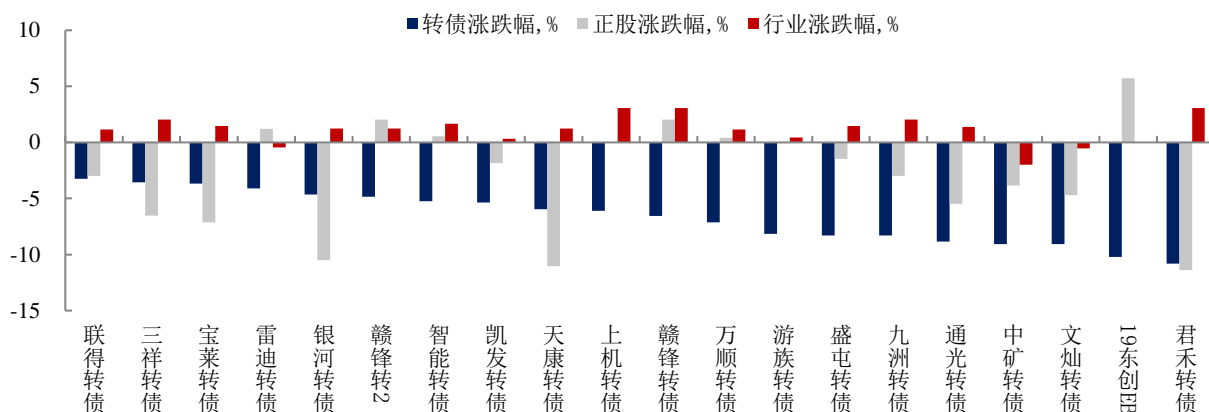
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 42: 本周转债涨幅前 20 一览, 除新上市外, 雅化、火炬、盛路领涨

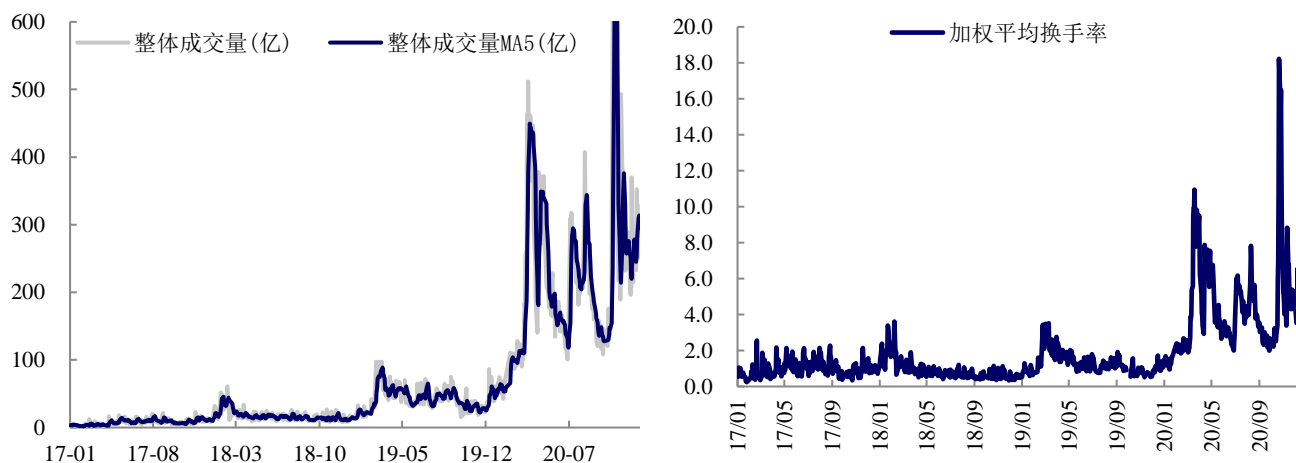


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

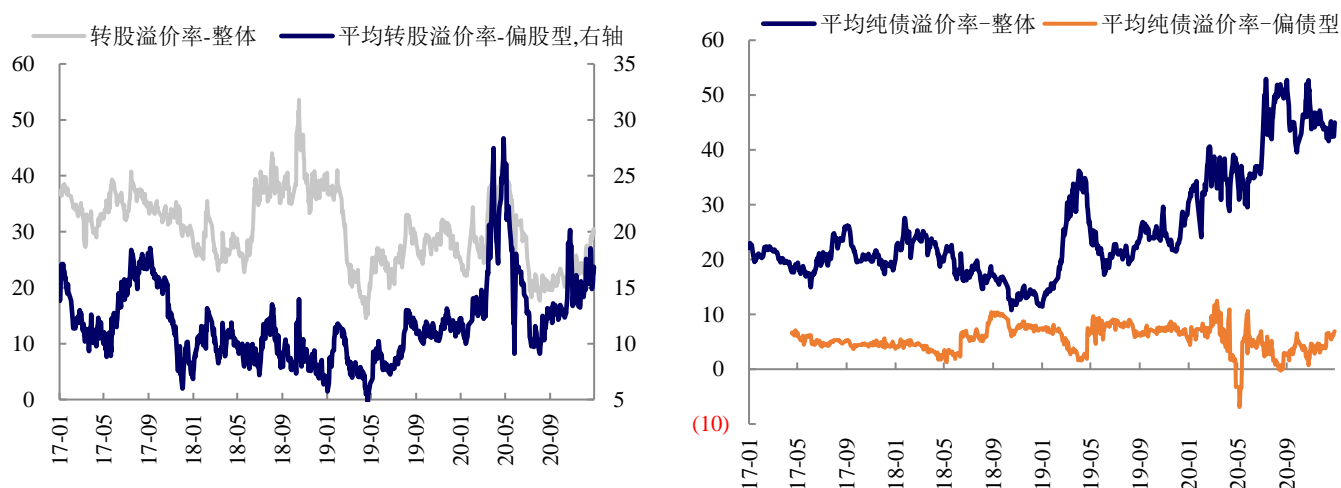
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**图表 43: 本周转债跌幅前 20 一览, 其中君禾、东创、文灿跌幅较大**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

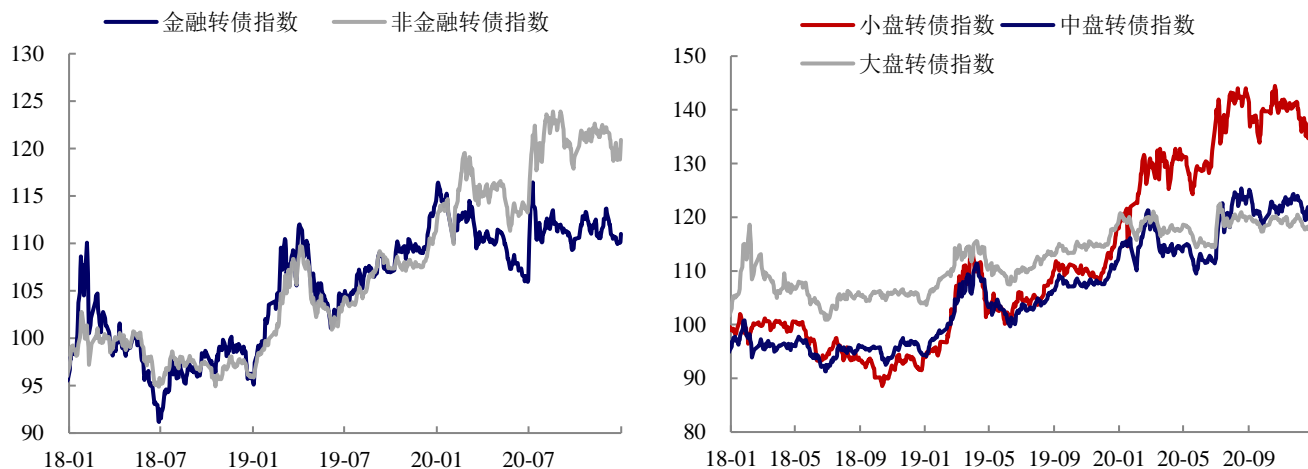
**图表 44: 整体成交量明显抬升, 加权平均换手率上升幅度较大**


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 45: 转债整体估值略有抬升**


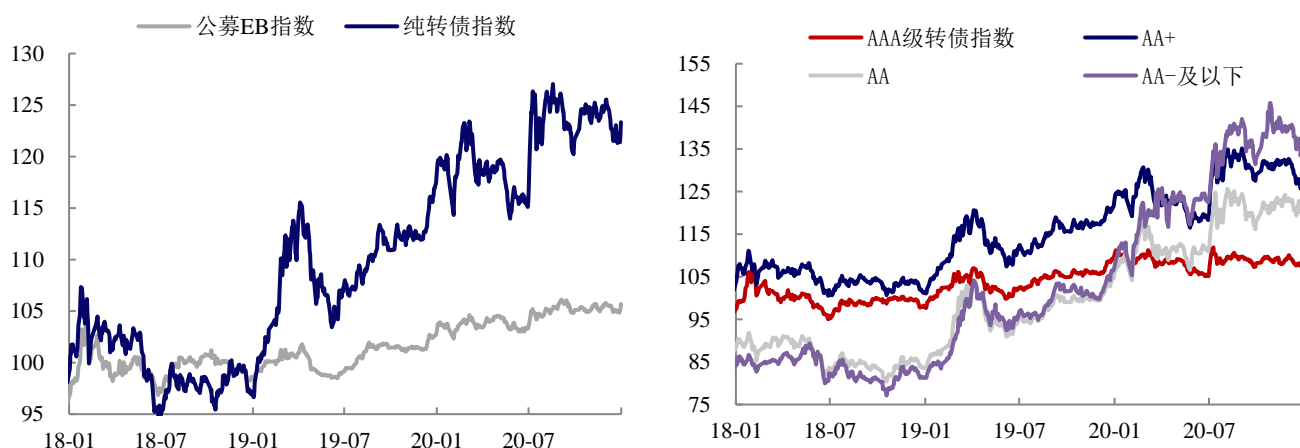
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 46: 分品种看, 非金融转债指数表现优于金融转债 图表 47: 分规模看, 中小盘指数表现较好  
债指数



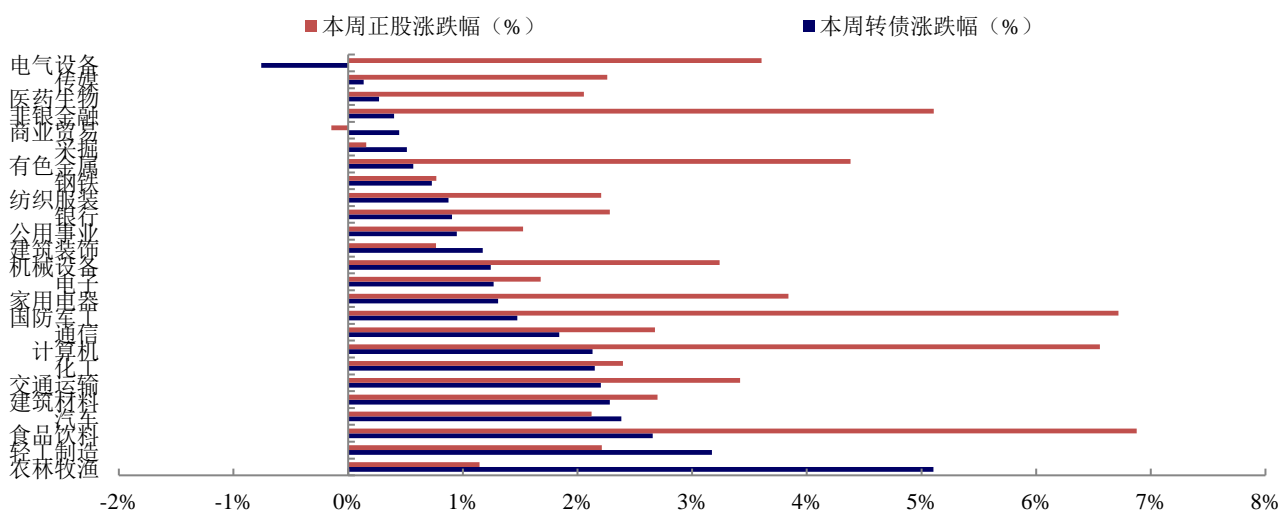
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48: 分类型看, 公募EB指数表现差于纯债 图表 49: 分评级看, AA+转债指数表现较好



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 50: 分行业看, 农林牧渔、轻工制造、食品饮料领涨



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -

## 市场信息追踪

## ● 一级市场发行进度

图表 51: 可转债/公募可交换债发行新进展一览

公司代码	公司名称	方案进度	进度日期	发行规模 (亿元)	主承销商	行业
300776.SZ	帝尔激光	董事会预案	2020-12-29	8.40		专用设备
688599.SH	天合光能	董事会预案	2020-12-29	52.65		电源设备
300743.SZ	天地数码	股东大会通过	2020-12-30	1.72		化学制品
300253.SZ	卫宁健康	发审委通过	2020-12-30	9.70	国泰君安	计算机应用
601231.SH	环旭电子	发审委通过	2020-12-28	34.50	海通证券	电子制造
000902.SZ	新洋丰	发审委通过	2020-12-28	10.00	东北证券	化学制品
300118.SZ	东方日升	证监会核准	2020-12-31	33.00	安信证券	电源设备
300529.SZ	健帆生物	证监会核准	2020-12-29	10.00	中航证券	医疗器械 II
300651.SZ	金陵体育	证监会核准	2020-12-29	2.50	国泰君安	家用轻工

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 52: 已通过证监会核准的公募可转债一览

公司代码	公司名称	方案进度	核准公告日	发行规模 (亿元)	主承销商	行业
300118.SZ	东方日升	证监会核准	2020-12-31	33.00	安信证券	电源设备
300529.SZ	健帆生物	证监会核准	2020-12-29	10.00	中航证券	医疗器械 II
300651.SZ	金陵体育	证监会核准	2020-12-29	2.50	国泰君安	家用轻工
002833.SZ	弘亚数控	证监会核准	2020-12-18	6.00	兴业证券	专用设备
603596.SH	伯特利	证监会核准	2020-12-18	9.02		汽车零部件 II
603650.SH	彤程新材	证监会核准	2020-12-18	8.00	招商证券	化学制品
300568.SZ	星源材质	证监会核准	2020-12-18	10.00	中信证券	化学制品
002734.SZ	利民股份	证监会核准	2020-12-17	9.80	中信证券	化学制品
300078.SZ	思创医惠	证监会核准	2020-12-17	8.17	中信证券	计算机应用
002225.SZ	濮耐股份	证监会核准	2020-12-12	6.26	海通证券	其他建材 II
603889.SH	新澳股份	证监会核准	2020-12-12	9.17	国信证券	纺织制造
300723.SZ	一品红	证监会核准	2020-12-09	4.80	光大证券	化学制药
300543.SZ	朗科智能	证监会核准	2020-12-09	3.80	中信证券	电子制造
002931.SZ	锋龙股份	证监会核准	2020-12-08	2.45	西南证券	通用机械
300641.SZ	正丹股份	证监会核准	2020-12-08	3.20	中信证券	化学制品
601229.SH	上海银行	证监会核准	2020-12-01	200.00	国泰君安	银行 II
603920.SH	世运电路	证监会核准	2020-11-25	10.00		元件 II
300490.SZ	华自科技	证监会核准	2020-10-26	6.70	光大证券	电气自动化设备
603538.SH	美诺华	证监会核准	2020-10-10	5.20	万联证券	化学制药
002969.SZ	嘉美包装	证监会核准	2020-09-28	7.50	中泰证券	包装印刷 II
603586.SH	金麒麟	证监会核准	2020-09-24	4.63	国金证券	汽车零部件 II
600273.SH	嘉化能源	证监会核准	2020-08-05	18.00		化学制品
600422.SH	昆药集团	证监会核准	2020-06-30	6.53	东海证券	中药 II
603711.SH	香飘飘	证监会核准	2019-12-12	8.60	招商证券	饮料制造

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 52: 近期股东增减持情况一览

转债代码	转债名称	变动日期	增减持股东	变动前 (%)	变动后 (%)	是否为大宗交易方式
113605.SH	大参转债	2020-12-29	柯云峰、柯康保、柯金龙	27.56	17.57	否
113040.SH	星宇转债	2020-12-30	周八斤、周晓萍	19.76	9.76	否

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



**图表 53: 近期公募可转债大宗交易一览**

转债代码	转债名称	交易日期	成交金额 (万元)	成交量 (万手)
128116.SZ	瑞达转债	2020-12-28	2,191.70	21.70
123082.SZ	北陆转债	2020-12-28	1,592.48	15.17
123017.SZ	寒锐转债	2020-12-28	1,877.40	14.90
128010.SZ	蔚蓝转债	2020-12-28	1,659.66	14.74
128028.SZ	赣锋转债	2020-12-28	1,209.60	6.30
128112.SZ	歌尔转 2	2020-12-29	3,787.50	30.30
123085.SZ	万顺转 2	2020-12-29	2,918.98	29.19
110062.SH	烽火转债	2020-12-29	369.60	4.20
110055.SH	伊力转债	2020-12-29	280.32	2.19
113039.SH	嘉泽转债	2020-12-29	150.00	2.00
113043.SH	财通转债	2020-12-30	121.80	1.21

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 54: 已发行可转债/公募可交换债股权质押比例前 20 一览**

转债代码	转债名称	正股名称	累计质押比例(%)
127019.SZ	国城转债	国城矿业	70.87
113527.SH	维格转债	锦泓集团	47.70
113027.SH	华钰转债	华钰矿业	47.19
128128.SZ	齐翔转 2	齐翔腾达	45.90
113595.SH	花王转债	花王股份	43.83
128062.SZ	亚药转债	亚太药业	43.59
110072.SH	广汇转债	广汇汽车	42.13
128140.SZ	润建转债	润建股份	40.34
113535.SH	大业转债	大业股份	39.48
128117.SZ	道恩转债	道恩股份	39.44
113039.SH	嘉泽转债	嘉泽新能	39.35
128079.SZ	英联转债	英联股份	38.73
123015.SZ	蓝盾转债	蓝盾股份	38.54
128042.SZ	凯中转债	凯中精密	37.99
110802.SH	继峰定 02	继峰股份	37.26
128119.SZ	龙大转债	龙大肉食	36.93
127003.SZ	海印转债	海印股份	34.55
113536.SH	三星转债	三星新材	34.48
113016.SH	小康转债	小康股份	34.42
113568.SH	新春转债	五洲新春	32.73

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 55: 已发行可转债/公募可交换债大股东股权质押比例前 20 一览**

转债代码	转债名称	正股名称	大股东累计质押股数占持股比例(%)
113027.SH	华钰转债	华钰矿业	100.00
113595.SH	花王转债	花王股份	100.00
128090.SZ	汽模转 2	天汽模	99.59
128064.SZ	司尔转债	司尔特	98.62
123015.SZ	蓝盾转债	蓝盾股份	97.13
123004.SZ	铁汉转债	铁汉生态	94.26
127019.SZ	国城转债	国城矿业	92.46
110068.SH	龙净转债	龙净环保	91.18
110074.SH	精达转债	精达股份	90.31

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**可转债周报**

128120.SZ	联诚转债	联诚精密	84.19
128085.SZ	鸿达转债	鸿达兴业	82.52
128062.SZ	亚药转债	亚太药业	81.50
128128.SZ	齐翔转 2	齐翔腾达	81.36
127003.SZ	海印转债	海印股份	79.86
113516.SH	苏农转债	苏农银行	79.47
128119.SZ	龙大转债	龙大肉食	79.43
128074.SZ	游族转债	游族网络	78.18
113502.SH	嘉澳转债	嘉澳环保	78.09
123010.SZ	博世转债	博世科	78.02
128056.SZ	今飞转债	今飞凯达	75.74

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示：基本面变化超预期、流动性变化超预期、监管政策超预期。**

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn