



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

不妨乐观一些

——5月转债投资策略

日期: 2022年05月03日

分析师: 郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告:

《加大宏观政策对冲力度》

——2022年04月09日

《布局两会行情》

——2022年03月08日

《高估值下转债迎来分化走势》

——2022年02月11日

■ 主要观点

受疫情影响制造业供需两端下滑明显，制造业PMI持续走低。2022年4月制造业PMI延续3月疲软态势并呈现进一步走低态势，位于历年4月PMI低点。供给端PMI生产指数降为44.4%，环比上月大幅回落5.1个百分点。分行业来看，保障民生行业运行平稳，其中，农副食品加工、食品酒饮料精制茶以及非金属矿物制品、铁路船舶航空航天设备等行业PMI均高于临界点上方。市场需求受配送时间延长，物流运输困难加大等因素影响继续走低，新订单指数下降为42.6%，比上月回落6.2个百分点，为近24个月最低值。此外，贷款需求指数同比较上一季度下降1.3个百分点至-5.2%，为近五年最低。

新出口订单走低，内外需共振带动指数走弱。本月新出口订单指数录得41.6%，环比3月下降5.6个百分点，表明我国外贸业务收缩明显；进口指数录得42.9%，环比3月回落4个百分点。BDI航运指数本月缓步上升，显示全球总体贸易景气度有所回升，而目前我国主要受国内疫情波动影响，部分订单流向东南亚，出口企业生产经营受到影响。

企业周转率下滑，产成品库存增加。产成品库存指数为50.3%，环比3月上升1.4个百分点。原材料价格高位运行，产成品库存回升，说明一方面受国际大宗商品价格影响，供给端原材料维持高位，下游企业成本增加，生产积极性下降；另一方面，受疫情影响需求端疲软，叠加配送时间延长，物流运输困难，导致主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，库存积压导致短期内产成品库存出现回升。大型企业26个月以来首次跌落枯荣线下方。

服务业回落明显，建筑业景气略有下滑。4月服务业PMI指数为40%，比上月环比下降6.7个百分点。从行业情况看，调查的21个行业中有19个行业位于收缩区间，整体景气度较低。其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间；批发、邮政、金融等行业由升转降。另一方面，建筑业虽然保持了扩张趋势，但增长速度变缓。

■ 投资建议

经济有望探底回升，不妨乐观一些。Omicron疫情反复给经济带来较大冲击，未来中国经济将会探底回升，呈加快修复格局。针对年初以来新冠肺炎疫情反复和乌克兰危机等黑天鹅事件增多，4月中央政治局会议迎来政策重大转向，在动态清零总方向不变的背景下，最大限度减少疫情对经济的影响。需求端，通过发行消费券等发挥消费对经济牵引带动作用，发挥基建投资等有效投资稳增长作用；供给端，在加快落实已经确定政策基础上谋划增量政策工具，预计未来有超常规财政和货币政策落地。本月风险溢价模型给出的持仓建议为双低策略100%显著占优，表明市场当前依然处于防御状态。5月十大转债组合为：苏租转债、无锡转债、南银转债、海亮转债、利民转债、法兰转债、济川转债、利群转债、山鹰转债、洪涛转债。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；国内经济增速不及预期；全球通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

目 录

1 经济有望探底回升	3
1.1 供需两端降幅加大，制造业 PMI 指数走低	3
1.2 新出口订单走低，内外需共振带动指数走弱	5
1.3 企业周转率下滑，产成品库存增加	6
1.4 大型企业 26 个月以来首次跌落枯荣线下方	7
1.5 服务业回落明显，建筑业景气略有下滑	8
2 投资建议	9
2.1 苏租转债	9
2.2 无锡转债	10
2.3 南银转债	10
2.4 海亮转债	10
2.5 利民转债	11
2.6 法兰转债	11
2.7 济川转债	11
2.8 利群转债	12
2.9 山鹰转债	13
2.10 洪涛转债	13
3 风险提示	15

图

图 1 制造业供给端持续走低 (%)	4
图 2 制造业市场需求明显回落 (%)	4
图 3 历年 PMI 走势对比 (%)	4
图 4 原材料价格和出厂价差走阔 (%)	4
图 5 贷款需求下降 (%)	5
图 6 PMI 新出口订单下降 (%)	5
图 7 PMI 进口指数下滑 (%)	5
图 8 内需外需景气共同走低 (%)	6
图 9 波罗的海干散货指数走高 (%)	6
图 10 产成品库存回升原材料库存下降 (%)	7
图 11 新订单-产成品库存回落 (%)	7
图 12 价格指数回落通胀压力持续 (%)	7
图 13 大中小型企业景气度均有所下滑 (%)	8
图 14 服务业回落至收缩区间、制造业保持高景气 (%)	9

表

表 12022 年 5 月上海证券“十强转债”组合	13
---------------------------------	----

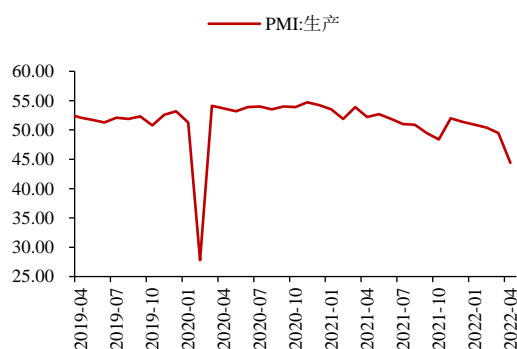
1 经济有望探底回升

2022年4月30日，国家统计局公布中国官方制造业 PMI 数据为 47.4%，低于市场预期的 48%，环比回落 2.1 个百分点，制造业景气指数出现持续回落格局。非制造业商务活动指数为 41.9%，较上月回落 6.5 个百分点，受服务业景气水平回落拖累总体呈现放缓趋势；综合 PMI 产出指数为 42.7%，环比上月回落 6.1 个百分点，表明此轮 Omicron 疫情反复给经济带来较大冲击，5 月中国经济将会探底回升，呈现加快修复格局。

1.1 供需两端降幅加大，制造业 PMI 指数走低

受疫情影响制造业供需两端下滑明显，制造业 PMI 持续走低。2022年4月制造业 PMI 延续3月疲软态势并呈现进一步走低态势，位于历年4月 PMI 低点。根据历史数据显示，一般二季度春节假期后的复工复产会带动制造业 PMI 数据季节性回升，而 2022 年 4 月由于此轮 Omicron 疫情点多、面广、频发，冲击长三角和粤港澳大湾区等地区，部分企业减产停产，制造业 PMI 指数下降为 47.4%，较 2020 年和 2021 年同期分别下降了 3.4 和 3.7 个百分点，为近十年同期最低值，环比上月回落 2.1 个百分点。尤其是受到产业链核心区停工停产影响，供需两端降幅加大。供给端 PMI 生产指数降为 44.4%，环比上月大幅回落 5.1 个百分点。分行业来看，在整体行业 PMI 下行趋势中，部分保障民生行业运行平稳，其中，农副食品加工、食品酒饮料精制茶以及非金属矿物制品、铁路船舶航空航天设备等行业 PMI 均高于临界点上方。市场需求受配送时间延长，物流运输困难加大等因素影响继续走低，新订单指数下降为 42.6%，比上月回落 6.2 个百分点，为近 24 个月最低值。此外，价格指数仍处于高位运行。在原油价格波动上扬、大宗商品价格仍处高位的背景下，原材料购进价格 PMI 虽回落 1.9% 但仍处高达 64.2%，同时出产价格 PMI 回落 2.3 个百分点使得原材料价格与出厂价格差值走阔至 9.8%，较上月上升 0.4 个百分点。而且贷款需求指数同比较上一季度下降 1.3 个百分点至 -5.2%，为近五年最低。

图 1 制造业供给端持续走低 (%)



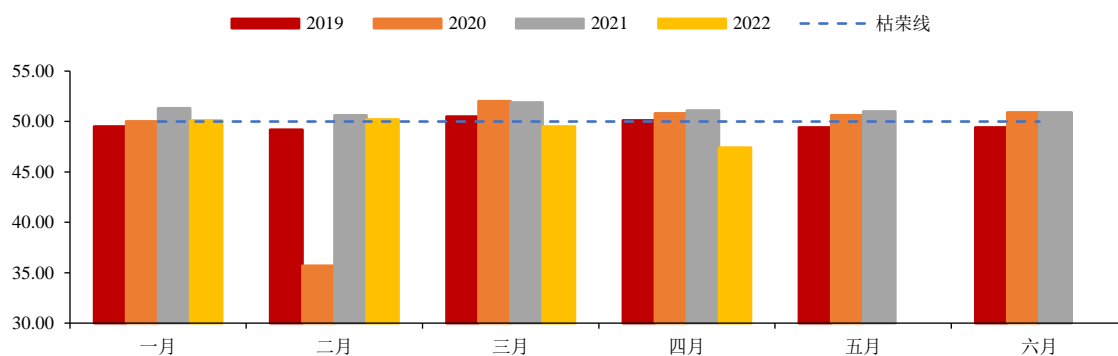
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 2 制造业市场需求明显回落 (%)



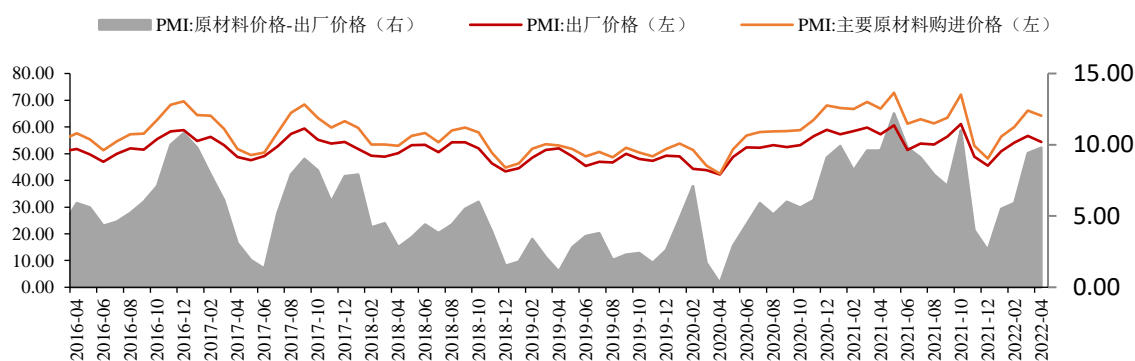
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 3 历年 PMI 走势对比 (%)



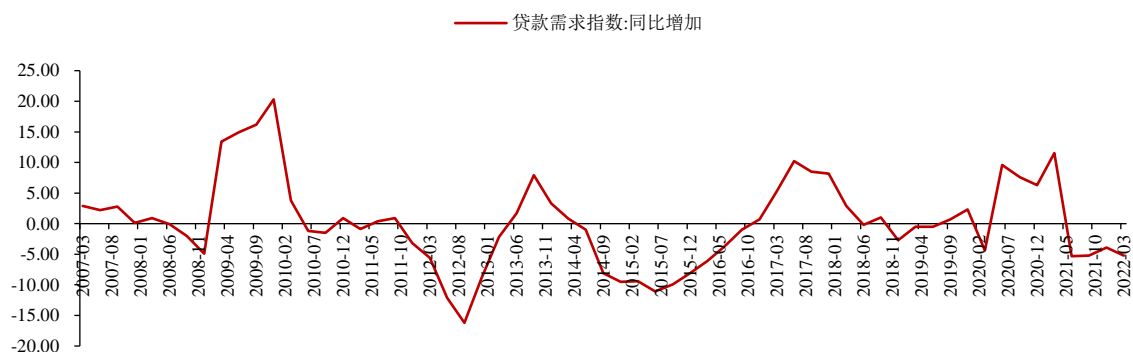
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 原材料价格和出厂价差走阔 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 贷款需求下降 (%)

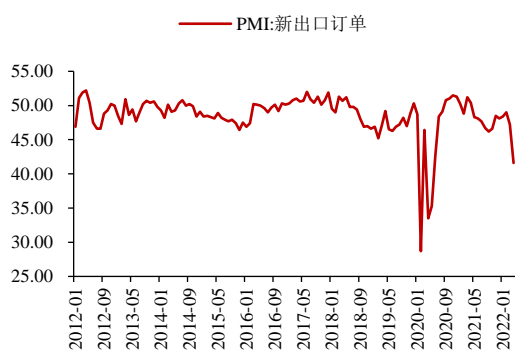


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 新出口订单走低，内外需共振带动指数走弱

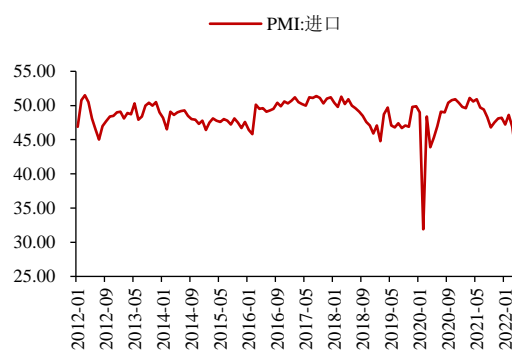
新出口订单指数回落，进口指数也由升转降。本月新出口订单指数录得 41.6%，环比 3 月下降 5.6 个百分点，表明制造业外贸业务收缩明显；进口指数录得 42.9%，环比 3 月回落 4 个百分点。BDI 航运指数本月缓步上升，整体略高于上月，显示全球总体贸易景气度有所回升，而目前我国主要受国内疫情波动影响，导致主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，部分订单流向东南亚，国内出口企业生产经营均受到影响。随着国内疫情得到控制，我国出口订单面临压力有望得以缓解。

图 6 PMI 新出口订单下降 (%)



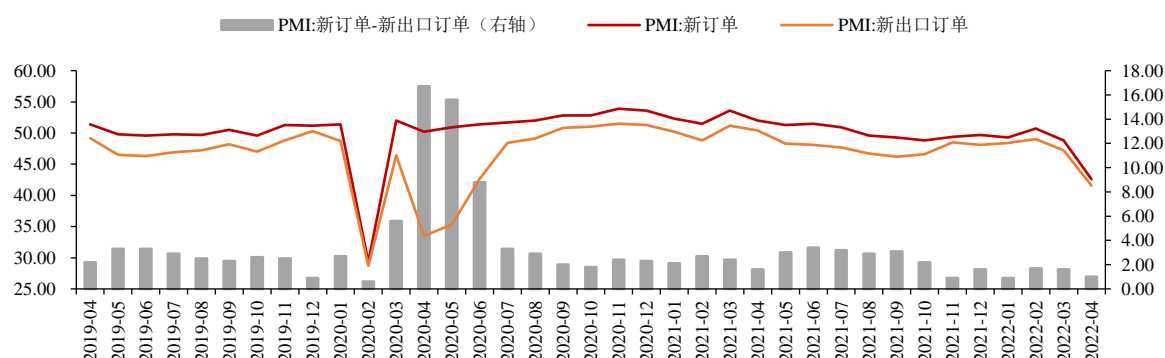
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 7 PMI 进口指数下滑 (%)



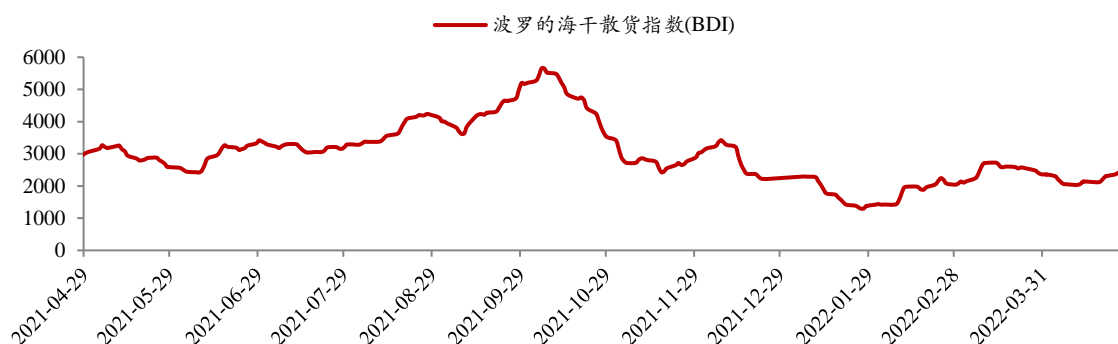
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 8 内需外需景气共同走低 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9 波罗的海干散货指数走高 (%)

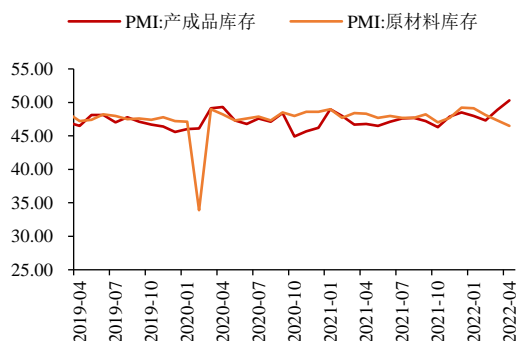


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 企业周转率下滑，产成品库存增加

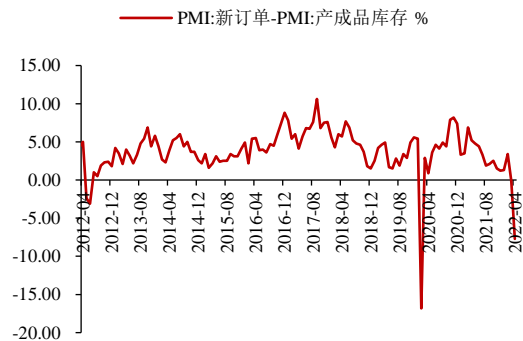
产成品销售不畅、周转率下滑，库存增加。4 月主要原材料价格高位运行，原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 64.2% 和 54.4%，从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别超过 70.0% 和 60.0%，相关行业原材料采购和产品销售价格持续高位运行，中下游行业成本压力不断加大，叠加产成品销售不畅，部分行业出现库存积压现象。其中，产成品库存指数为 50.3%，环比 3 月上升 1.4 个百分点。原材料价格高位运行，产成品库存回升，说明一方面受国际大宗商品价格影响，供给端原材料维持高位，下游企业成本增加，生产积极性下降；另一方面，受疫情影响需求端疲软，叠加配送时间延长，物流运输困难，导致主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，库存积压导致短期内产成品库存出现回升。

图 10 产成品库存回升原材料库存下降 (%)



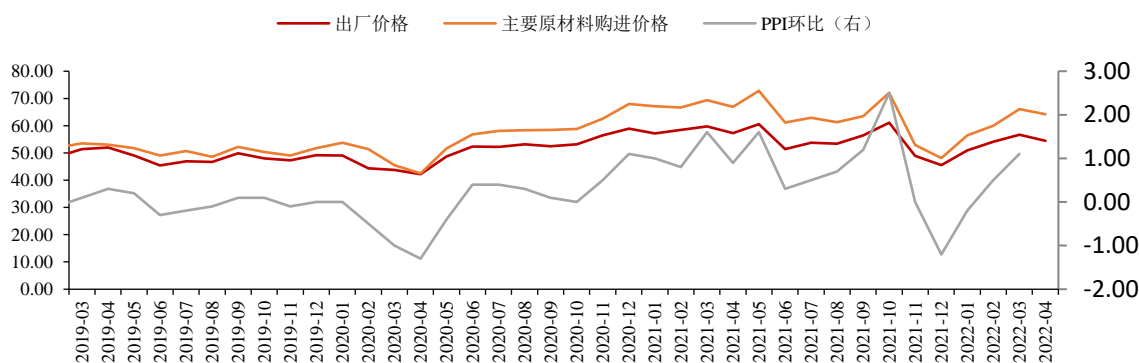
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11 新订单-产成品库存回落 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 12 价格指数回落通胀压力持续 (%)

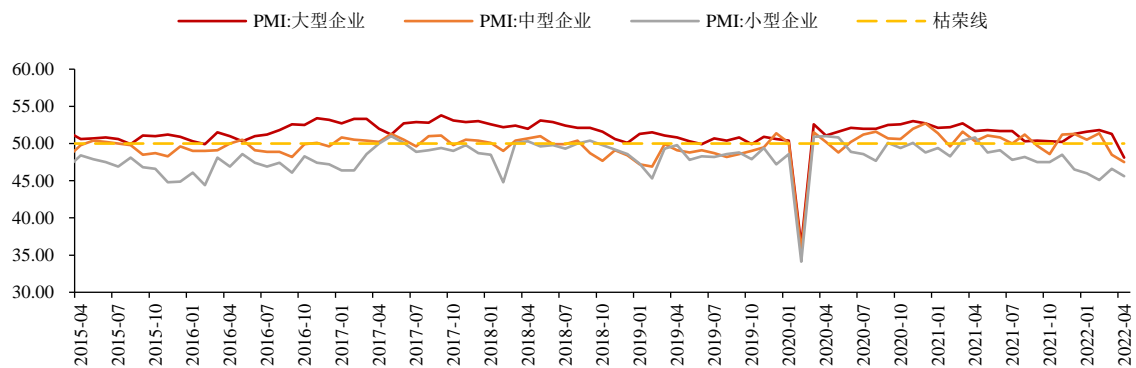


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.4 大型企业 26 个月以来首次跌落枯荣线下方

大中小型企业景气均有所回落。4 月制造业, 大型企业 PMI 环比上月下降 3.2 个百分点, 为 48.1%, 26 个月以来首次跌落枯荣线下方。中型企业 PMI 为 47.5%, 进一步回落 1 个百分点; 小企业 PMI 指数环比上月回落 1 个百分点至 45.6%, 虽然仍位于枯荣线下方, 但与大中型企业景气度分化减小。大中型企业景气度的下滑说明大中型企业受上游原材料价格以及多地疫情反复影响较大, 经营状况有恶化趋势。

图 13 大中小型企业景气度均有所下滑 (%)

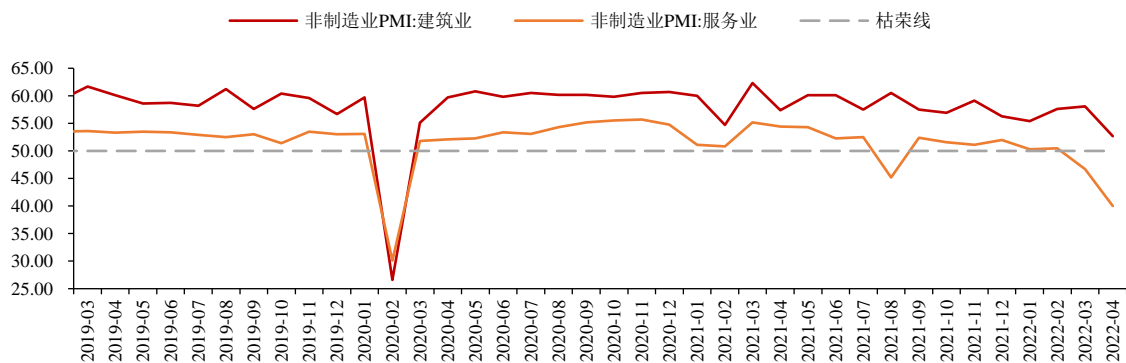


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.5 服务业回落明显，建筑业景气略有下滑

非制造业继上月转入收缩区间以来，4月降幅明显。4月官方非制造业PMI录得41.9%，低于上月6.5个百分点，也低于去年同期水平13个百分点，为近五年同期最低值。其中服务业降幅明显，服务业PMI指数为40.0%比上月环比下降6.7个百分点，可见此次疫情封控对服务业冲击明显。同时，服务业新订单PMI指数下滑显著，环比下降8.7个百分点至36.0%，服务业从业人员PMI下降0.8个百分点至45.8%，业务活动预期下降0.6个百分点至53.0%。从行业情况看，调查的21个行业中有19个行业位于收缩区间，整体景气度较低。其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间；批发、邮政、金融等行业降至收缩区间，业务总量由升转降。另一方面，建筑业虽然保持了扩张趋势，但增长速度变缓。3月建筑业PMI为52.7%，低于上月5.4个百分点，建筑业生产活动有所放缓。从建筑业市场需求和用工情况看，新订单指数和从业人员指数分别为45.3%和43.1%，低于上月5.9和7.0个百分点，跌入收缩区间，表明企业新签订工程合同量以及开工需求在疫情影响下也出现回落。

图 14 服务业回落至收缩区间、制造业保持高景气 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 投资建议

不妨乐观一些。4月受Omicron疫情反复给经济带来较大冲击的阶段已经过去,5月中国经济将会探底回升,呈现加快修复格局。针对年初以来新冠肺炎疫情反复和乌克兰危机等黑天鹅事件增多,中央政治局会议将优化疫情防控政策,在动态清零总方向不变的背景下,最大限度减少疫情对经济社会发展的影响:加大宏观政策调节力度,扎实稳住经济,努力实现5.5%全年经济社会发展目标。需求端,通过发行消费券等发挥消费对经济的牵引带动作用,发挥基建投资等有效投资的稳增长作用;供给端,在加快落实已经确定政策基础上,谋划增量政策工具,加大相机调控力度,预计未来有超常规财政和货币政策落地。本月风险溢价模型给出的持仓建议为双低策略100%显著占优,表明市场当前依然处于防御状态。5月十大转债组合为:苏租转债、无锡转债、南银转债、海亮转债、利民转债、法兰转债、济川转债、利群转债、山鹰转债、洪涛转债。

2.1 苏租转债

江苏租赁成立于1985年,是经银保监会批准从事融资租赁业务的国有非银行金融机构,是国内牌照齐全的老牌金融租赁公司之一,也是国内首家A股上市的金融租赁公司。公司的核心竞争优势在于:(1) **特色的业务模式**:“厂商+区域”双线布局的业务模式提升了公司的厂商合作粘性和中小微企业业务布局。(2) **领先的科技实力**:通过迭代的金融科技手段不断丰富互联网金融产品、提升线上决策能力,以及不断完善数据服务体系。(3) **有效的风**

险管理：得益于职责清晰、运行高效的多层次风险治理架构和丰富的风险把控经验，不良率持续低于 1%。2021 年 ROE15.4%，同比提升 0.21 个百分点，不良率 0.96%，远低于银行平均水平。2022 年 4 月 29 日正股 PB 估值 0.99，处于历史 0.3%分位点，处于历史低位。

2.2 无锡转债

无锡转债正股为无锡银行。无锡银行凭借区域优势和优质管理，经营业绩表现出色，资产质量不断夯实。**(1) 业绩优秀。**2021 年年报显示，无锡银行营业收入和利润同比增长分别为 11.63% 和 20.47%。**(2) 区域优势。**所在区域江苏经济发达，无锡市 2021 年实现地区生产总值比上年增长 8.8%，大幅高于全国平均。**(3) 管理水平精细化，资产质量高。**积极推动统一授信管理平台项目建设，不断深化智能风控应用，实现对公、个人风险预警信号全覆盖。2021 年不良贷款比例 0.93%，同比下降 0.17 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 477.19%，同比提升 121.31 个百分点。2022 年 4 月 29 日正股 PB 估值 0.77，处于过去 5 年的 0.04%分位点，绝对历史低位。

2.3 南银转债

南京银行为国内首家在上交所主板上市的城商行，立足江苏，服务辐射长三角及北京地区，经过 26 年的经营发展，成长为一家公司治理完善，经营特色鲜明，综合实力突出，质量效益优良的商业银行。**区位优势明显：**主体经营区域所在的长三角地区是我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一。主营业务收入、存款、贷款业务规模均保持连续多年的上涨趋势，21 年分别增长 18.74%、13.26%、17.16%。**风险管控能力突出：**不良贷款率始终保持在 1%以下（21 年为 0.91%），总体稳健性与成长性并济。**注重科技赋能：**高效打造数字信用卡 NCard、“鑫 e 伴”等战略业务拳头产品；持续开展人才引进，加快总分行科技人才队伍建设，保障了金融科技发展的持久力。2022 年 4 月 29 日正股 PB 估值为 1.02，处于近五年 58.39%分位数，中枢位置。

2.4 海亮转债

海亮转债正股为海亮股份。公司主要从事铜管、铜棒、铜铝复合导体、电解铜箔等产品的研产销，是中国最大的铜管、铜管接件出口企业，在全球拥有 21 个生产基地。公司依靠全球布局的生产基地以及规模效应，具备极强的全球采销供应链资源调配与整合的优势。**(1) 产业红利释放，蕴藏发展新动能。**作为动力电

池负极集流体首选材料，锂电铜箔项目充分受益于下游新能源产业红利的释放，将为公司业绩成长增添新动力。**(2) 受益于行业集中度提升，头部企业优势不断扩大。**2021 年公司实现铜及铜合金等有色金属加工材销售数量 91.96 万吨，同比增长 9.99%。**(3) 树立管理优势+产能优势+研发优势+供产销优势，核心竞争力突出。****(4) 公司加快智能制造及数字化转型，推动低碳智能高效生产线全面应用，实现增效降本，确立既有业务的领先优势。**截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PE 估值 16.09，处于历史 2.75%分位点，处于历史低位。

2.5 利民转债

公司是集农兽药原料药及制剂的研发、生产和销售于一体的现代化集团企业。公司在杀菌剂、生物农药和除草剂等品类上具有独特优势，是国内杀菌剂龙头企业。**(1) 拥有产业链一体化优势+规模优势+自主研发优势，打造多品种、低成本、高质量、安全供应的核心竞争力。****(2) 产能扩张，规模优势抬升。**预计新增产能：三乙磷酸铝原药 1.2 万吨，草铵膦原药 4,000 吨，草铵膦水剂（以 10%计）10000 吨，多杀霉素 500 吨，泰乐菌素 500 吨、截短侧耳素 500 吨。**(3) 国际国内营销网络整合力高。**在国际上完善产品布局 and 营销网络，在国内围绕农兽药“原药-制剂”一体化战略，助力全国农兽药市场的拓展。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PE 估值 14.5，处于历史 38.03%分位点，估值偏低。

2.6 法兰转债

法兰转债主体上市公司为法兰泰克。公司自创立以来深耕物料搬运业务领域，聚焦中高端市场。**(1) 公司盈利和运营水平优秀。**2021 年实现营收 15.9 亿元，同比增长 26.0%；实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 19.7%。公司 2022 年一季度实现营收 3.26 亿元，同比增长 19.6%；实现归母净利润 2108 万元，同比增长 53.7%。**(2) 在建工程转化产能优势。**为满足快速增长的订单需求，提升智能化制造水平，公司在安徽筹建法兰泰克物料搬运装备产业园，建成后将显著提升物料搬运设备产能，进一步提升市场份额，助力公司业绩再上新台阶。**(3) 公司积极布局新能源业务。**拟在上海设立子公司从事新能源换电站设备研发制造，以换电站投资运营为切入点，为公司寻求第二增长曲线。2022 年 4 月 29 日正股 PE 估值 14.38，处于历史 6.37%分位点，处于历史低位。

2.7 济川转债

公司主要从事药品的研发、生产和销售。**(1) 主要产品继续保持市场领先规模优势。**根据米内网查询结果，公司主要产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊以及小儿豉翘清热颗粒在细分领域市场占有率位居行业前列；**(2) 研发项目进展顺利。**公司与天境生物合作的伊坦生长激素研发正在按照计划正常开展，目前正处于三期临床试验阶段。此外，2022 年 1 月改进后的小儿豉翘清热颗粒正式上市销售，提升了药品口感和患者依从性。**(3) 产品收入结构进一步优化提升，梯队产品的销售实现了高速增长。**蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊占销售收入的比例明显降低，小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等产品对公司销售额贡献逐步增加，具有更大的发展潜力。**(4) 积极加强销售渠道的拓展。**2021 年下半年，公司成立了零售事业部，组建专业化的团队来运作 OTC 端渠道，并继续开拓医药电商互联网医院合作、医药数字化营销模式，进一步丰富了产品销售的新渠道。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PE 估值 10.89，处于 5 年内 9.17%分位点，估值较低。

2.8 利群转债

利群股份以百货、超市及电器全品类经营的零售连锁和品牌代理及商业物流配送为主业。2021 年公司在零售、供应链方面均有发力。**(1) 积极调整零售业务布局。**2021 年公司关闭了华东区域 9 家房租较高、经营不达预期的门店，在闭店的同时加快便利店、社区店等的布局力度，截至 2021 年底，公司合计拥有大型零售门店 82 家、便利店及“福记农场”生鲜社区店 100 家、各品类集合店 84 家，公司零售业态更加丰富，区域布局更加合理。**(2) 品类扩张。**公司将推出预制菜、冷冻中式面点、冷冻熟菜、炖煮菜、快炒菜、砂锅菜等产品，满足菜市场专柜、超市专柜、B 端客户等对预制菜的需求。**(3) 努力打造全国性、现代化的供应链。**公司目前拥有 4 座大型现代化物流中心。智能化物流中心除满足公司自身零售体系外，还能向第三方提供社会化物流配送服务，实现公司供应链的社会化延伸，增强供应链辐射能力。依托供应链资源优势，公司积极拓展外销业务、军队物资供应业务和政务政府采购业务，同时正式开展对外贸易及跨境电商业务。**(4) 不断完善信息化建设。**2021 年公司对利群网商和利群采购平台进行持续改版升级，实现公众号、小程序、APP 三个路径同步上线。同时成功上线基于 SAP 架构的智慧供应链信息管理平台，自主完成智慧供应链中台、前台的研发工作，对信息化管理系统进行了全面升级。

截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 1.39，处于 5 年 67.97%分位点，中枢位置。

2.9 山鹰转债

公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，市场前景广阔。公司同时持续扩大纸箱经营规模，积极向下游产业链延伸，建立覆盖多个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系。在节能减排的大背景下，公司成本控制能力优势逐步凸显，头部大厂相对于小厂收购原料更加具有优势，同等价格和运距的情况下废纸供应商更愿意将原料供给大厂。2021 年公司国内造纸销售平均价格 4,021.51 元/吨，同比增加 15.73%，包装销售平均价格 3.63 元/平方米，同比增加 12.45%，行业综合竞争力逐步增强。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 0.81，处于 5 年 0.29%分位点，估值较低。

2.10 洪涛转债

公司以高端公共装饰为主业，立足大装饰，全面总承包，为客户提供全方位系统装饰解决方案，业务涵盖装饰设计、施工、饰材研发生产三大领域。2021 年，公司**（1）持续加强优势细分市场的领先优势**。公司中标多项优质工程，在优势细分市场上，公司承接了多项优质文化剧院类项目，保持了公司在文化类建筑这一高端建筑装饰细分市场的持续领先优势。在星级大酒店细分行业发展态势良好，承接了多项五星级酒店的装饰装修项目。在医疗、交通枢纽、商业、养老地产类项目也均有收获。**（2）积极推动 EPC 总承包发展战略**。EPC 项目管理模式以高速度、低成本等显著优势已成为当前国际工程中的主流承包模式。2021 年公司在 EPC 项目上有重大突破，其中君成 EPC 项目以 10 亿元的合同总价，刷新了公司 EPC 总承包的历史记录。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 0.95，处于 5 年内 2.14%分位点，估值较低。

表 12022 年 5 月上海证券“十强转债”组合

转债代码	转债名称	正股名称	行业	推荐逻辑
110083.SH	苏租转债	江苏租赁	非银金融	江苏租赁成立于 1985 年，是经银保监会批准从事融资租赁业务的国有非银行金融机构，是国内牌照齐全的老牌金融租赁公司之一，也是国内首家 A 股上市的金融租赁公司。公司的核心竞争优势在于：（1）特色的业务模式：“厂商+区域”双线布局的业务模式提升了公司的厂商合作粘性和中小微企业业务布局。（2）领先的科技实力：通过迭代的金融科技手段不断丰富互联网金融产品、提升线上决策能力，以及不断完善数据服务体系。（3）有效的风险管理：得益于职责清晰、运行高效的多层次风险治理架构和丰富的风险把控经验，不良率持续低于 1%。2021 年 ROE15.4%，同比提升 0.21 个百分点，不良率 0.96%，远低于银行平均水平。2022 年 4 月 29 日正股 PB 估值 0.99，处于历史 0.3%分位点，处于历史低位。

110043.SH 无锡转债 无锡银行 银行

无锡转债正股为无锡银行。无锡银行凭借区域优势和优质管理，经营业绩表现出色，资产质量不断夯实。（1）业绩优秀。2021年年报显示，无锡银行营业收入和利润同比增长分别为11.63%和20.47%。（2）区域优势。所在区域江苏经济发达，无锡市2021年实现地区生产总值比上年增长8.8%，大幅高于全国平均。（3）管理水平精细化，资产质量高。积极推动统一授信管理平台项目建设，不断深化智能风控应用，实现对公、个人风险预警信号全覆盖。2021年不良贷款比例0.93%，同比下降0.17个百分点；不良贷款拨备覆盖率477.19%，同比提升121.31个百分点。2022年4月29日正股PB估值0.77，处于过去5年的0.04%分位点，绝对历史低位。

113050.SH 南银转债 南京银行 银行

南京银行为国内首家在上交所主板上市的城商行，立足江苏，服务辐射长三角及北京地区，经过26年的经营发展，成长为一家公司治理完善，经营特色鲜明，综合实力突出，质量效益优良的商业银行。区位优势明显：主体经营区域所在的长三角地区是我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一。主营业务收入、存款、贷款业务规模均保持连续多年的上涨趋势，21年分别增长18.74%、13.26%、17.16%。风险管控能力突出：不良贷款率始终保持在1%以下（21年为0.91%），总体稳健性与成长性兼具。注重科技赋能：高效打造数字信用卡NCard、“鑫e伴”等战略业务拳头产品；持续开展人才引进，加快总分行科技人才队伍建设，保障了金融科技发展的持久力。2022年4月29日正股PB估值为1.02，处于近五年58.39%分位数，中极位置。

128081.SZ 海亮转债 海亮股份 有色金属

海亮转债正股为海亮股份。公司主要从事铜管、铜棒、铜铝复合导体、电解铜箔等产品的研产销，是中国最大的铜管、铜管管件出口企业，在全球拥有21个生产基地。公司依靠全球布局的生产基地以及规模效应，具备极强的全球采销供应链资源调配与整合的优势。（1）产业红利释放，蕴藏发展新动能。作为动力电池负极集流体首选材料，锂电铜箔项目充分受益于下游新能源产业红利的释放，将为公司业绩成长增添新动力。（2）受益于行业集中度提升，头部企业优势不断扩大。2021年公司实现铜及铜合金等有色金属加工材销售量91.96万吨，同比增长9.99%。（3）树立管理优势+产能优势+研发优势+供产销优势，核心竞争力突出。（4）公司加快智能制造及数字化转型，推动低碳智能高效生产线全面应用，实现增效降本，确立既有业务的领先优势。截至2022年4月29日，正股PE估值16.09，处于历史2.75%分位数，处于历史低位。

128144.SZ 利民转债 利民股份 基础化工

公司是集农药原料药及制剂的研发、生产和销售于一体的现代化集团企业。公司在杀菌剂、生物农药和除草剂等品类上具有独特优势，是国内杀菌剂龙头企业。（1）拥有产业链一体化优势+规模优势+自主研发优势，打造多品种、低成本、高质量、安全供应的核心竞争力。（2）产能扩张，规模优势抬升。预计新增产能：三乙膦酸铝原药1.2万吨，草铵膦原药4,000吨，草铵膦水剂（以10%计）10000吨，多杀霉素500吨，泰乐菌素500吨，截短侧耳素500吨。（3）国际国内营销网络整合力高。在国际上完善产品布局和营销网络，在国内围绕农药“原药-制剂”一体化战略，助力全国农药市场的拓展。截至2022年4月29日，正股PE估值14.5，处于历史38.03%分位数，估值偏低。

113598.SH 法兰转债 法兰泰克 机械

法兰转债主体上市公司为法兰泰克。公司自创立以来深耕物料搬运业务领域，聚焦中高端市场。（1）公司盈利和运营水平优秀。2021年实现营收15.9亿元，同比增长26.0%；实现归母净利润1.85亿元，同比增长19.7%。公司2022年一季度实现营收3.26亿元，同比增长19.6%；实现归母净利润2108万元，同比增长53.7%。（2）在建工程转化产能优势。为满足快速增长的订单需求，提升智能化制造水平，公司在安徽筹建法兰泰克物料搬运装备产业园，建成后将显著提升物料搬运设备产能，进一步提升市场份额，助力公司业绩再上新台阶。（3）公司积极布局新能源业务。拟在上海设立子公司从事新能源换电站设备研发制造，以换电站投资运营为切入点，为公司寻求第二增长曲线。2022年4月29日正股PE估值14.38，处于历史6.37%分位数，处于历史低位。

110038.SH 济川转债 济川药业 医药

公司主要从事药品的研发、生产和销售。（1）主要产品继续保持市场领先规模优势。根据米内网查询结果，公司产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊以及小儿豉翘清热颗粒在细分市场市场占有率位居行业前列；（2）研发项目进展顺利。公司与天境生物合作的伊坦生长激素研发正在按照计划正常开展，目前正处于三期临床试验阶段。此外，2022年1月改进后的小儿豉翘清热颗粒正式上市销售，提升了药品口感和患者依从性。（3）产品收入结构进一步优化提升，梯队产品的销售实现了高速增长。蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊占销售收入的比例明显降低，小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等产品对公司销售额贡献逐步增加，具有更大的发展潜力。（4）积极加强销售渠道的拓展。2021年下半年，公司成立了零售事业部，组建专业化的团队来运作OTC渠道，并继续开拓医药电商互联网医院合作、医药数字化营销

113033.SH 利群转债 利群股份 商贸零售

模式，进一步丰富了产品销售的新渠道。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PE 估值 10.89，处于 5 年内 9.17%分位点，估值较低。

利群股份以百货、超市及电器全品类经营的零售连锁和品牌代理及商业物流配送为主业。2021 年公司在零售、供应链方面均有发力。

(1) 积极调整零售业务布局。2021 年公司关闭了华东区域 9 家房租较高、经营不达预期的门店，在闭店的同时加快便利店、社区店等的布局力度，截至 2021 年底，公司合计拥有大型零售门店 82 家、便利店及“福记农场”生鲜社区店 100 家、各品类集合店 84 家，公司零售业态更加丰富，区域布局更加合理。(2) 品类扩张。公司将推出预制菜、冷冻中式面点、冷冻熟菜、炖煮菜、快炒菜、砂锅菜等产品，满足菜市场专柜、超市专柜、B 端客户等对预制菜的需求。(3) 努力打造全国性、现代化的供应链。公司目前拥有 4 座大型现代化物流中心。智能化物流中心除满足公司自身零售体系外，还能向第三方提供社会化物流配送服务，实现公司供应链的社会化延伸，增强供应链辐射能力。依托供应链资源优势，公司积极拓展外销业务、军队物资供应业务和政务政府采购业务，同时正式开展对外贸易及跨境电商业务。(4) 不断完善信息化建设。2021 年公司对利群网商和利群采购平台进行持续改版升级，实现公众号、小程序、APP 三个路径同步上线。同时成功上线基于 SAP 架构的智慧供应链信息管理平台，自主完成智慧供应链中台、前台的研发工作，对信息化管理系统进行了全面升级。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 1.39，处于 5 年 67.97%分位点，中枢位置。

110047.SH 山鹰转债 山鹰国际 轻工制造

公司主营“山鹰牌”各类包装纸板、纸箱、新闻纸及其它纸制品的生产和销售，主导产品为箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，市场前景广阔。公司同时持续扩大纸箱经营规模，积极向下游产业链延伸，建立覆盖多个城市的原料回收网络和铁路专用线、水运专用码头及自备电站等一系列配套设施体系。在节能减排的大背景下，公司成本控制能力优势逐步凸显，头部大厂相对于小厂收购原料更加具有优势，同等价格和运距的情况下废纸供应商更愿意将原料供给大厂。2021 年公司国内造纸销售平均价格 4,021.51 元/吨，同比增加 15.73%，包装销售平均价格 3.63 元/平方米，同比增加 12.45%，行业综合竞争力逐步增强。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 0.81，处于 5 年 0.29%分位点，估值较低。

128013.SZ 洪涛转债 洪涛股份 建筑

公司以高端公共装饰为主业，立足大装饰，全面总承包，为客户提供全方位系统装饰解决方案，业务涵盖装饰设计、施工、饰材研发生产三大领域。2021 年，公司(1) 持续加强优势细分市场的领先优势。公司中标多项优质工程，在优势细分市场上，公司承接了多项优质文化剧院类项目，保持了公司在文化类建筑这一高端建筑装饰细分市场的持续领先优势。在星级酒店细分行业发展态势良好，承接了多项五星级酒店的装饰装修项目。在医疗、交通枢纽、商业、养老地产类项目也均有收获。(2) 积极推动 EPC 总承包发展战略。EPC 项目管理模式以高速度、低成本等显著优势已成为当前国际工程中的主流承包模式。2021 年公司在 EPC 项目上有重大突破，其中君成 EPC 项目以 10 亿元的合同总价，刷新了公司 EPC 总承包的历史记录。截至 2022 年 4 月 29 日，正股 PB 估值 0.95，处于 5 年内 2.14%分位点，估值较低。

资料来源：Wind，上海证券研究所

3 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

国内经济增速不及预期：2021 年全年度经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

全球通胀超市场预期：2021 年全年度全球经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
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	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。