

2024年12月08日

# 2025 转债，水涨待船高

## 2025 年展望系列之二

### 行情回顾：资产荒的涟漪

回顾 2024 年，转债行情一波三折，固收+压力与机会并存。一季度，正股在微观流动性踩踏交易后迎来重建，转债随之剧烈波动。二季度，在增量资金涌入的支撑下，转债走出了久违且短暂的独立行情。三季度，漫长的信用风波中，转债进入“至暗时刻”。四季度，转债重新酝酿估值修复行情。

### 机构行为：转债波动特征与投资者风险偏好的错位

转债作为固收投资者参与权益市场的间接工具，定价模式相比于股票存在特殊之处。第一，转债竞品其实更多是纯债。第二，相比于股票，转债主要参与者风险偏好明显更低。这在很大程度上决定了今年以来的机构行为特征。利率下行动力较强时，机构会更倾向于波动更低的纯债；而当类权益资产 9 月末终于迎来行情时，许多绝对收益参与者又已经完成了年内任务，叠加 9 月末以来的行情以预期交易为主，对于刚经历了信用风波的偏债型机构，面对这种级别的波动还是会心存疑虑。

展望 2025 年，银行严控负债成本的逻辑下，理财端仍有望实现较大规模上升。且收益荒的背景下，纯债品种的静态收益会不断消耗，类权益资产势必得到重视。与理财 2024 下半年远离转债市场不同的是，保险机构大多数时刻是转债市场少有的增配力量，当下也已经重新进入加仓节奏，且未来依然存在较大空间。

### 信用风波：拨开阴霾看本质

回顾信用风波的演化进程来看，独立信用事件是否会引发估值塌陷，更多取决于市场对权益行情的预期。一个事实是，转债市场未来面临的实质违约/退市风险有限，出现大面积信用事件的概率不高。不过，这并不意味着，2025 年信用风波彻底离我们而去。在市场预期趋弱的阶段，我们仍需对小盘配置策略保持谨慎。

### 条款博弈：赎回下修大年，但不改转债估值运行方向

强赎倾向对高平价转债估值的系统性压制不算明显。因为强赎倾向本身不算稳定，外推至全部转债均触发赎回即执行的情境并不合理。且存量转债市场还有较多暂不提前赎回的个券。往后看，随着强赎预期放缓以及转债需求改善，价位温和的中等平价品种估值或迎来系统性修复。

### 转债策略：水涨待船高，提仓位优于猜行业

客观来看，在一系列制约下，转债估值偏低，而平价已经修复到中性水平，波动也随之放大，水已涨，待船高，配置机会明显。下一阶段，我们需要重点跟踪国内外政策脉络，交易预期波动和效果兑现，但这毕竟要经过漫长的预期交易阶段，猜方向的性价比可能不如提仓位。

### 风险提示

权益市场风格加速轮动；转债市场规则出现超预期调整等。

#### 评级及分析师信息

分析师：田乐蒙

邮箱：tianlm@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524010001

分析师：董远

邮箱：dongyuan1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524050003

联系人：黄思源

邮箱：huangsy1@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 行情回顾：资产荒的涟漪	4
2. 机构行为：转债波动特征与投资者风险偏好的错位	8
2.1. 转债低估的主导因素源于机构行为	8
2.2. 负债端机构加仓意愿&能力兼备	9
3. 信用风波：拨开阴霾看本质	13
3.1. 本轮信用风波的来龙去脉	13
3.2. 大面积信用风险发生的概率或不大	15
4. 条款博弈：赎回下修大年，但不改转债估值运行方向	19
4.1. 强赎：关注赎回预期放缓带来的估值修复	19
4.2. 下修：博弈趋于充分，配置回归本源	21
5. 转债策略：水涨待船高	24
5.1. 股债环境：预期交易阶段较为漫长	24
5.2. 行业及个券配置：兼配消费与科技，关注化债传导路径	29
6. 风险提示	33

## 图表目录

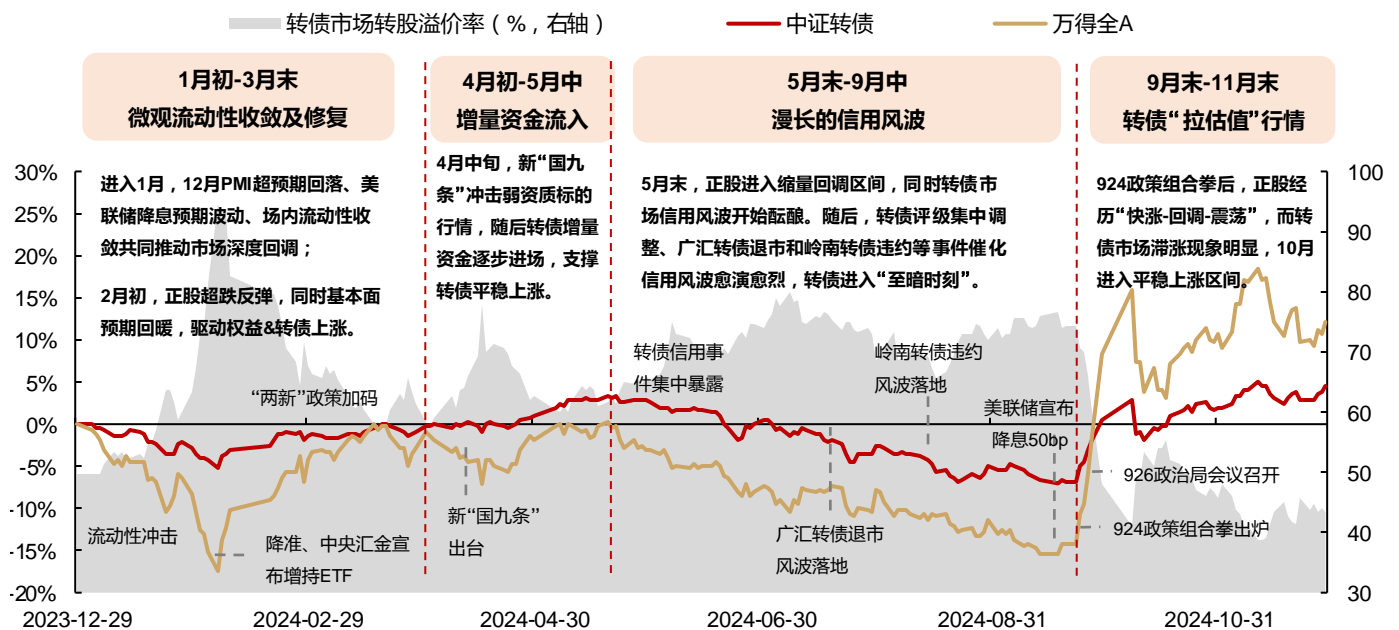
图 1：2024 年 1-11 月，转债行情一波三折，当前仍处于平稳上涨阶段	4
图 2：2024 年 1-11 月，金融转债表现领先，消费&科技亮点突出（2024/1/2-2024/11/29）	6
图 3：2024 年 1-11 月，转债估值几经沉浮，当前重回弱修复区间（平价单位：元，纵轴单位：%）	7
图 4：公募基金中，偏债型产品是主流转债参与者	8
图 5：权益仓位灵活的偏债混合基金转债持仓价格反而较低	8
图 6：相比于股票，转债主要参与者风险偏好明显更低，这在很大程度上决定了今年以来的机构行为特征	9
图 7：2024Q3，固收+基金存在规模缩减压力（亿元）	9
图 8：24Q3，常规固收+基金转债仓位存在回升倾向	9
图 9：理财子规模大增的时点基本会推动转债估值拉伸	10
图 10：2024 年期间理财行业与大行存款规模变化，4 月存款整改开启后，大量银行表内资金流向理财	11
图 11：主流纯债品种收益率依然不能完全满足理财产品业绩标准	11
图 12：保险机构今年大多数时刻是转债市场少有的增配力量	12
图 13：除 2024 年之外，机构在年初通常会有比较强的配置意愿（T 为当年元旦前最后一个交易日）	12
图 14：即使今年保险机构权益仓位回升明显，但距 2020 年末的高位仍有较大距离	13
图 15：24Q2-Q3，财产险&人身险股票仓位快速上升	13
图 16：2024 年可谓信用风波元年	14
图 17：随着权益市场回暖，转债错误定价快速修复	14
图 18：本轮信用修复行情几近收官	15
图 19：信用风险的症结在于正股	18
图 20：2024 年 11 月，转债强赎倾向继续上升，但历史上强赎倾向并不稳定	19
图 21：近期高平价转债估值本身较为温和，强赎冲击力度非常有限（T 为强赎公告实际发布日）	20
图 22：不提前赎回公告落地后，前期强赎预期带来的估值压制会快速消退（T 为不提前赎回公告实际发布日）	20
图 23：强赎倾向对高平价转债估值的系统性影响不算明显	21
图 24：2024，下修案例频发，远超往年	22
图 25：2024 年 9 月 24 日以来，提议下修收益明显放大	22
图 26：2024 年 9 月 24 日以来，低平价转债只数明显下降，可供博弈下修的样本有所减少	23
图 27：成功下修博弈的确可增厚组合收益，但参与时点较难把握（净值单位：1）	24
图 28：11 月制造业 PMI 原材料价格、出厂价格分项回落至收缩区间（%）	25
图 29：当前多空双方均缺乏实质性证据来佐证政策发力程度以及节奏情况，导致本轮牛市博弈情绪较重	25
图 30：2024 年下半年以来，股票型 ETF 大幅流入	26
图 31：两融余额相比低点回升明显，但远未处于极端水平	26
图 32：居民处于资产负债表修复期间、企业端信贷需求延续下行、银行在息差压力之下也需要降负债成本	27

图 33: 2024 年 1-11 月, 转债供给净减少 (亿元) .....	28
图 34: 转债预案储备仍处于减少状态 .....	28
图 35: 转债仍被低估 .....	29
表 1: 中证转债表现强于小盘权益指数, 弱于大中盘股指&纯债指数 (2024/1/2 - 2024/11/29) .....	6
表 2: 各价位转债估值分位数均处于相对温和的区间 .....	7
表 3: 可能存在退市/ST 风险的转债 (2024/11/29) .....	16
表 4: 2025 年底之前到期的中低平价转债, 偿还压力有限 (2024/11/29) .....	17
表 5: 2024 年主体跟踪评级展望负面的转债 (2024/11/29) .....	17
表 6: 利率上行&正股上涨区段统计 (2024/11/29) .....	28
表 7: 短期内值得关注的十大转债 (2024/11/29) .....	29
表 8: 存量房贷利率下调, 大消费品种, 尤其是筹码结构相对较好的标的, 值得重点关注 (2024/11/29) .....	30
表 9: 主题催化下的重点行业存量标的 (2024/11/29) .....	31
表 10: 化债有序推进, To G 业务占比较高的品种值得关注 (2024/11/29) .....	32

## 1.行情回顾：资产荒的涟漪

回顾 2024 年，转债行情一波三折，固收+压力与机会并存。1-3 月，权益市场在深度回调后触底反弹，背后是微观流动性的改善和基本面预期的修复。时至 4-5 月，正股行情开始震荡，而转债则在增量资金的支撑下平稳上涨，走出了一段独立行情。而在 5 月末至 9 月中旬期间，权益市场进入漫长的缩量回调区间，偏股型转债行情持续承压，同时转债市场信用风波愈演愈烈，低价个券遭遇大面积冲击。直至 924 政策组合拳出炉&926 政治局会议召开，正股&转债行情才迎来反转，不过转债修复程度明显较低。截至 11 月 29 日，中证转债指数较去年末上涨 4.52%，当下仍处于平稳上涨阶段。具体来看，2024 年转债&正股行情演化可分为四个阶段：

图 1：2024 年 1-11 月，转债行情一波三折，当前仍处于平稳上涨阶段



资料来源：WIND，华西证券研究所

### 阶段一（2024.1.1 - 3.31）：微观流动性的收敛及修复，正股&转债超跌反弹

2024 年初，在 12 月 PMI 数据超预期回落&美联储降息预期波动的压力下，权益市场大幅回调；1 月中旬，场外衍生品风险敞口暴露&量化微盘策略品种的加速下跌&股权质押平仓压力加大等微观因素冲击市场流动性，权益市场进一步下跌。2 月初，央行宣布降准，同时中央汇金宣布增持 ETF，流动性迎来显著改善。随后，设备更新及消费品以旧换新等政策持续加码，推动市场风险偏好进一步修复。转债层面，行情在 1 月受正股拖累同样走弱，即使有纯债层面的强支撑提供韧性，回调幅度也达到 5%。而在 2 月正股反弹后，转债市场随之企稳，基本回升至年初水平。

### 阶段二（2024.4.1 - 5.20）：增量资金流入，转债走出独立行情

时至 4 月，权益市场进入短暂的回调区间。4 月中旬，新“国九条”出台，引发了市场对退市风险的担忧，小微盘股行情受到冲击。不过，在出口&通胀修复预期的支撑下，权益市场行情快速企稳。4 月底，外资涌入叠加地产政策出台，驱动权益市

场上继续回暖，并在高位持续窄幅震荡至5月末。尽管正股行情一波三折，但在增量资金涌入的支撑下，转债走出了久违且短暂的独立行情。

### 阶段三（2024.5.21-9.23）：漫长的信用风波，转债进入“至暗时刻”

5月底，权益市场预支的“较强预期”开始向“较弱现实”回归，正股进入漫长的缩量回调区间。其间，尽管出现了智能驾驶等产业利好催化，但由于资金参与情绪相对低迷，正股行情仍然持续承压。直至9月18日美联储宣布降息50bp，正股行情才开始出现企稳迹象。

转债层面，除了正股走弱带来的压力外，信用风波是这段时期的关键词。5月底，岭南转债偿债能力受到市场关注，随后信用风险的担忧开始蔓延，弱资质&低价转债行情遭遇冲击。时至6月，在光伏组件转债大规模卖出&信用评级集中下调事件正式来临的压力下，信用风波进一步发酵。到了7月，广汇转债退市风波落地，信用风波再度升级，此时增量资金的风险偏好极低，弱资质偏债品种进一步下跌。进入8月，岭南转债成为第一只仍在转债市场存续的违约个券，（蓝盾、搜特、鸿达转债的违约都发生在新三板），打破了投资者对于转债未曾有过实质违约的信仰，市场对于信用事件的担忧空前。在这段信用风波中，中低资质品种的定价法则发生显著变化，大量个券被被迫出库以规避风险，导致低价券平均纯债溢价率在深度负值区间徘徊，直至9月底随正股上涨才出现趋势性的回升。

### 阶段四（2024.9.24-11.29）：正股经历“快涨-回调-震荡”，转债涨势相对平稳

924政策组合拳&926政治局会议是正股和转债行情的转折点。9月24日，国新办发布会召开，降息、调降存量房贷利率、创设新货币政策工具等一系列政策组合拳出炉，正股随之强势反弹；随后，9月26日，中共中央政治局召开会议，表态要加大财政货币政策逆周期调节力度，权益市场迎来历史罕见级别上涨。不过，进入10月后，权益行情兑现需求强烈，在高开后快速回调。10月12日，国新办召开新闻发布会，提出的增量政策集中于化债、特别国债补充大行资本金等方面，释放偏积极信号，权益行情“急涨急跌”的格局开始趋于合理。10月18日，科技板块大幅上涨，权益市场第二轮上涨行情开启，并在增量财政政策预期的推动下演绎至11月初的高位。不过，在此之后，资金参与情绪开始降温，正股行情开始缩量回调，直至11月底再度出现反弹迹象。

转债方面，9月底转债受正股脉冲行情驱动上涨，但涨幅相对克制。在随后的回调区段中，中证转债指数于10月11日率先触底，随后进入补涨“拉估值”区间，上涨趋势较正股更为平稳。进入11月，转债受正股震荡行情影响发生窄幅波动，但整体仍然维持在924行情以来的高位。

进一步对比转债和其他常见的权益和纯债指数表现，中证转债表现强于小盘权益指数，但弱于大中盘股指&纯债指数。9月底以前，纯债市场在“资产荒”背景下持续走强，并在被动卷久期行为的推动下演绎出极致行情。而转债则受制于正股趋弱&信用冲击的压力，表现并不亮眼。924行情之后，正股上涨速度历史罕见，而转债“滞涨”现象明显，截至11月底仍整体处于平稳上涨阶段，回撤幅度也较正股更为温和。

表 1：中证转债表现强于小盘权益指数，弱于大中盘股指&纯债指数（2024/1/2 - 2024/11/29）

指数代码	指数简称	今年以来累计收益率	最大回撤	夏普比率
000832.CSI	中证转债	4.52%	10.08%	0.0259
000300.SH	沪深 300	14.15%	14.41%	0.0463
000001.SH	上证指数	11.82%	14.73%	0.0413
881001.WI	万得全 A	12.20%	16.85%	0.0362
000905.SH	中证 500	7.79%	19.90%	0.0244
399303.SZ	国证 2000	3.54%	29.29%	0.0159
H11001.CSI	中证全债	6.65%	1.05%	0.2497
CBA00101.CS	中债-新综合财富(总值)指数	5.82%	1.05%	0.2351

资料来源：WIND，华西证券研究所

分行业来看，2024 年 1-11 月，金融转债表现领先，消费&科技转债展现出较强弹性。银行转债涨幅靠前，究其原因，一方面受 8 月以前正股红利行情的驱动，另一方面由于负债端投资者风险偏好相对谨慎，大盘底仓品种在行情承压的环境下更具韧性。此外，今年大盘转债陆续退出转债市场，供给收缩也对银行转债估值形成支撑。科技&消费转债表现较强，主要由 924 行情后正股走强推动。科技板块中，军工、计算机和通信表现出色，而传媒和电子转债弹性则相对有限；消费板块中，纺织服饰和零售涨幅靠前，而美容护理和食品饮料转债仍然承压，与其在 10-11 月行情大幅波动相关。此外，电新转债行情在 9 月以来持续修复，驱动因素包括“去内卷化”的政策导向和市场风险偏好修复后的超跌反弹；而传统顺周期转债仍处于震荡修复的过程中，且面临一定程度的兑现压力。

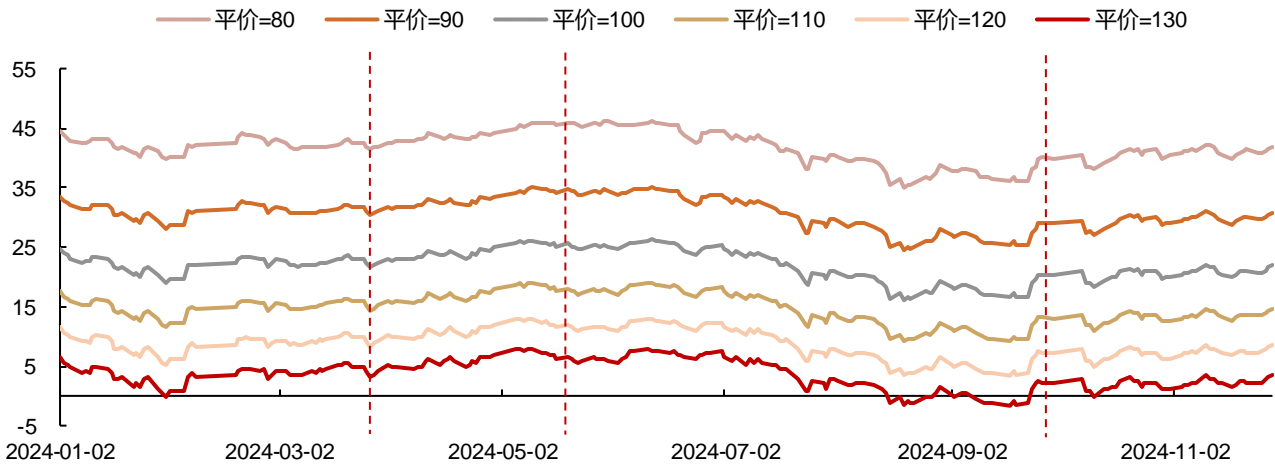
图 2：2024 年 1-11 月，金融转债表现领先，消费&科技亮点突出（2024/1/2-2024/11/29）

行业	市值占比	今年以来转债累计收益	今年以来SW行业累计收益	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	
大周期	电力设备	11.80%	9.66%	-8.46%	3.72%	0.32%	0.72%	2.20%	-5.56%	-3.46%	-1.29%	7.14%	6.61%	3.61%	
	机械设备	3.11%	7.10%	-11.03%	4.42%	1.52%	1.13%	1.19%	-3.68%	-3.32%	-2.14%	6.70%	2.25%	5.51%	
	汽车	4.17%	14.40%	-12.01%	4.70%	2.19%	2.02%	0.92%	-4.28%	-3.64%	-1.58%	5.81%	0.89%	3.81%	
	交通运输	3.47%	12.83%	-4.15%	3.11%	-1.64%	-1.88%	2.53%	-3.63%	-2.22%	-2.76%	5.01%	0.41%	1.59%	
	建筑材料	1.30%	-1.12%	-3.72%	4.40%	0.96%	-0.50%	3.17%	-4.50%	-2.02%	-0.99%	4.41%	1.06%	2.99%	
	建筑装饰	2.97%	8.39%	-6.16%	-0.05%	-0.96%	0.70%	-1.20%	-4.22%	1.40%	-1.39%	6.37%	4.60%	3.68%	
	有色金属	4.41%	9.27%	-8.65%	3.48%	3.89%	0.44%	3.36%	-6.13%	-4.02%	-1.21%	8.58%	2.70%	3.53%	
	钢铁	2.36%	2.12%	-5.03%	1.84%	-0.32%	1.78%	0.83%	-4.14%	-2.94%	-3.98%	8.31%	-0.41%	4.22%	
	石油石化	1.37%	4.50%	-5.94%	3.46%	-0.94%	1.50%	0.85%	-6.87%	-4.50%	-1.17%	5.25%	2.32%	1.30%	
	煤炭	0.88%	3.06%	-1.67%	7.59%	-4.41%	6.84%	3.79%	-3.43%	-7.54%	-5.18%	10.02%	-2.70%	0.34%	
	基础化工	6.12%	-1.05%	-8.54%	2.69%	-0.41%	4.58%	1.91%	-5.50%	-3.73%	-1.79%	6.83%	1.58%	3.67%	
科技	电子	5.80%	17.95%	-10.75%	4.70%	2.00%	-0.76%	5.72%	-1.94%	-3.57%	-2.12%	6.09%	4.44%	2.20%	
	通信	0.60%	23.40%	-11.51%	8.48%	1.39%	0.20%	-1.46%	-1.59%	-3.27%	6.21%	8.07%	-1.02%		
	计算机	1.31%	12.36%	-13.14%	5.40%	1.98%	-0.01%	-0.90%	-6.51%	-0.87%	-2.21%	11.25%	12.43%	2.35%	
	传媒	0.29%	8.57%	-9.23%	1.03%	0.12%	-2.33%	-3.46%	-4.94%	-3.40%	-0.43%	7.45%	2.82%	4.86%	
	国防军工	0.88%	9.99%	-12.18%	3.64%	6.30%	-2.04%	4.40%	-4.53%	-2.89%	-5.98%	9.20%	7.64%	2.20%	
大消费	医药生物	4.53%	-9.29%	-8.83%	4.04%	0.14%	0.69%	1.25%	-3.24%	-2.96%	-2.30%	5.65%	0.08%	2.17%	
	食品饮料	0.94%	-6.90%	-8.11%	3.46%	1.71%	0.97%	2.19%	-6.05%	-3.05%	-4.28%	4.48%	-2.20%	4.63%	
	纺织服饰	0.83%	-3.59%	-4.51%	1.71%	-0.27%	2.01%	3.91%	-2.93%	1.96%	8.17%	4.75%	0.45%	1.52%	
	美容护理	0.36%	-3.96%	-9.53%	7.36%	7.89%	3.98%	-2.59%	-3.75%	-7.02%	-4.89%	8.85%	-7.42%	0.26%	
	农林牧渔	4.56%	-3.05%	-7.80%	-7.29%	1.03%	1.44%	0.73%	2.71%	-6.93%	-2.97%	-3.10%	6.87%	3.23%	1.65%
	轻工制造	2.06%	-0.95%	-5.68%	1.37%	3.51%	0.94%	0.74%	-4.66%	-1.19%	-1.05%	5.09%	4.07%	2.94%	
	家用电器	1.04%	-1.17%	-7.95%	2.29%	0.01%	2.79%	1.79%	-3.26%	-1.64%	-2.83%	5.61%	0.91%	2.70%	
	社会服务	0.10%	1.80%	-11.59%	4.49%	4.75%	2.33%	-2.03%	-15.73%	34.77%	4.61%	5.82%	3.85%	-0.19%	
	商贸零售	0.83%	13.61%	-3.20%	2.20%	-0.39%	3.29%	0.62%	-4.46%	-1.52%	-1.08%	10.29%	5.59%	3.88%	
大金融	银行	27.62%	10.34%	25.97%	0.88%	1.67%	0.45%	2.37%	1.89%	-0.20%	-1.36%	-2.30%	3.82%	-0.84%	2.85%
	非银金融	2.19%	4.81%	34.59%	-2.77%	2.01%	-0.59%	3.23%	0.67%	-0.29%	-0.97%	-3.10%	11.42%	-3.10%	0.98%
环保公用	公用事业	2.12%	-0.95%	7.81%	-6.13%	2.50%	0.87%	1.09%	4.33%	-3.73%	-3.52%	-2.48%	5.67%	-0.70%	2.58%
	环保	1.99%	11.43%	7.20%	-7.37%	0.58%	1.42%	3.16%	4.64%	-5.95%	-2.49%	-1.39%	7.17%	5.52%	2.50%

资料来源：WIND，华西证券研究所

总体来看，2024年转债估值沉浮背后的主线，仍是债市资产荒的大背景下，固收+机构投资者对超额收益的挖掘。在前三个季度，收益增厚的任务更多落在了久期策略上，叠加固收投资者偏低的风险偏好，固收+策略直到9月末权益好转才重新回到机构视野，目前转债估值仍未回归年初水平。截至11月29日，百元平价溢价率为21.90%，较去年底的24.56%下降2.66个百分点，较9月18日的低点拉伸了5.36个百分点。

图3：2024年1-11月，转债估值几经沉浮，当前重回弱修复区间（平价单位：元，纵轴单位：%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

各价位转债估值在经历波折之后处于温和区间。以反比例模型估算结果为例，截至2024年11月29日，从2017年以来的历史分位数来看，平价80-110元转债估值分位点均处于60%-70%区间内，平价120-130元转债估值分位点均处于50%-60%区间内；从2020年以来的历史分位数来看，平价80-90元转债估值分位点均处于40%-50%区间内，平价100-120元转债估值分位点处于30%-40%附近，而130元平价转债估值分位点则位于20%附近。

表2：各价位转债估值分位数均处于相对温和的区间

平价(元) =	80	90	100	110	120	130
估算估值历史分位数 (2024/11/29, 2017年起)						
反比例估算	67.80%	64.50%	62.10%	60.40%	56.30%	51.10%
多项式估算	67.10%	65.10%	62.50%	62.20%	-	-
Log(x)估算	64.20%	64.00%	61.60%	60.30%	56.50%	53.40%
估算估值历史分位数 (2024/11/29, 2020年起)						
反比例估算	48.10%	42.80%	38.80%	36.10%	29.40%	21.10%
多项式估算	47.00%	43.60%	39.50%	39.10%	-	-
Log(x)估算	43.80%	41.90%	38.00%	35.90%	29.70%	24.80%

资料来源：WIND，华西证券研究所

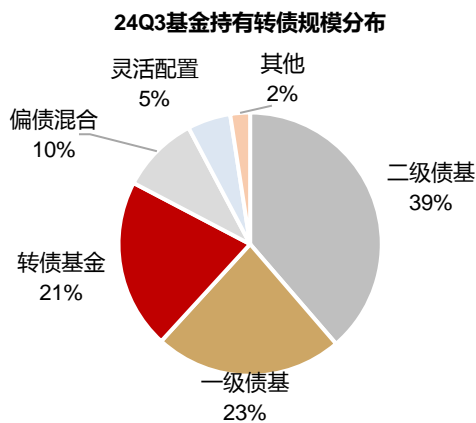
注：模型测算方法参考我们此前发布的报告《如何测算历史可比的转债市场估值》

## 2.机构行为：转债波动特征与投资者风险偏好的错位

### 2.1.转债低估的主导因素源于机构行为

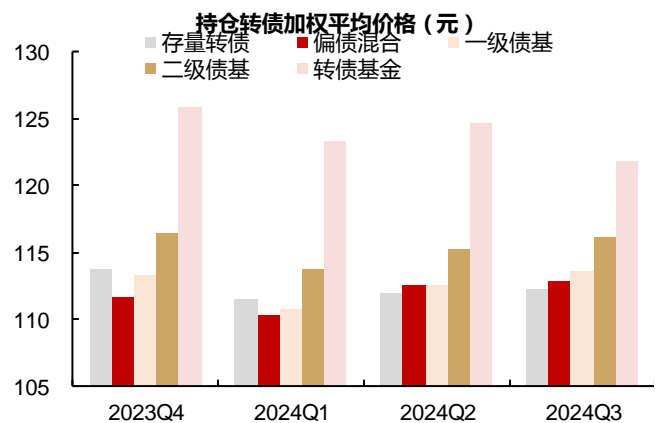
2024 年转债估值运行一波三折，主导因素是机构行为的边际变化。每当提及机构行为，我们都会反复强调转债的角色定位——固收投资者参与权益市场的间接工具，因为这会导致转债定价相比于股票存在特殊之处。第一，转债竞品其实更多是纯债。以偏债混合型为例，其相比于一、二级债基参与权益市场更加便利，股票仓位更加灵活，风险偏好相应更高，通常情况下转债持仓应当更偏向弹性高价品种。但事实上并非如此，偏债混合基金转债持仓价格甚至比一级债基还要保守，高风偏仓位主要集中在权益，更多把转债仓位用来改善产品风险收益特征，而不是权益替代；对于一、二级债基这些狭义的固收+基金更是如此，如果纯债能够完成收益目标，转债则没有占据过多仓位的必要。

图 4：公募基金中，偏债型产品是主流转债参与者



资料来源：WIND，华西证券研究所

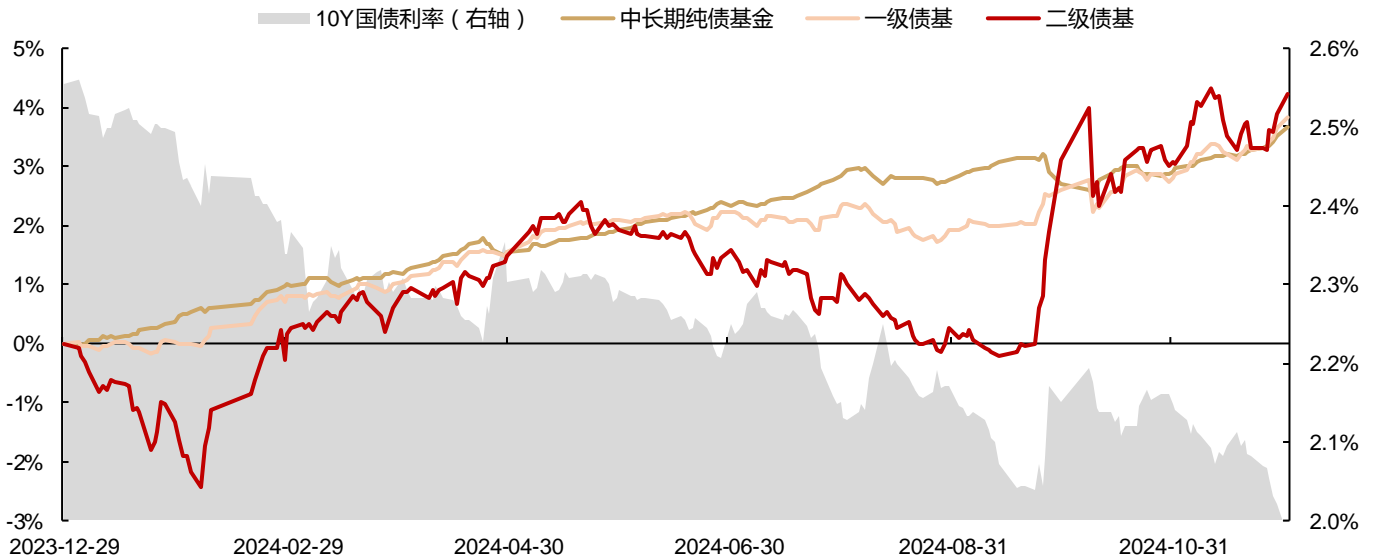
图 5：权益仓位灵活的偏债混合基金转债持仓价格反而较低



资料来源：WIND，华西证券研究所

第二，相比于股票，转债主要参与者风险偏好明显更低。这在很大程度上决定了今年以来的机构行为特征。2024 年初至 4 月中上旬，转债估值表现平平，背后是保险等负债端机构在面临 2022-2023 连续两年固收+产品业绩承压之时，年初加仓意愿非常谨慎。4 月下旬至 5 月上旬，转债估值迎来久违的主动拉伸，核心原因是禁止手工补息，理财规模大增，叠加久期操作难度加大，顺势加仓转债。6 月-8 月，转债估值遭遇“至暗时刻”，一方面是风险偏好极度收敛的负债端机构直接砍仓转债，并将前期大额申购撤回；另一方面，公募基金也开始“黑暗森林”式的信用风险排查出库。与此同时，长端利率连续下行突破，机构毫无纠结的选择纯债。9 月 24 日之后，转债估值不温不火的低斜率修复，这主要是因为类权益资产迎来历史级别行情时，诸多绝对收益参与者又已经完成了年内任务，兑现需求较强，叠加 9 月末以来的行情以预期交易为主，偏债型机构对于这种级别的波动还是会心存疑虑。

图 6: 相比于股票, 转债主要参与者风险偏好明显更低, 这在很大程度上决定了今年以来的机构行为特征

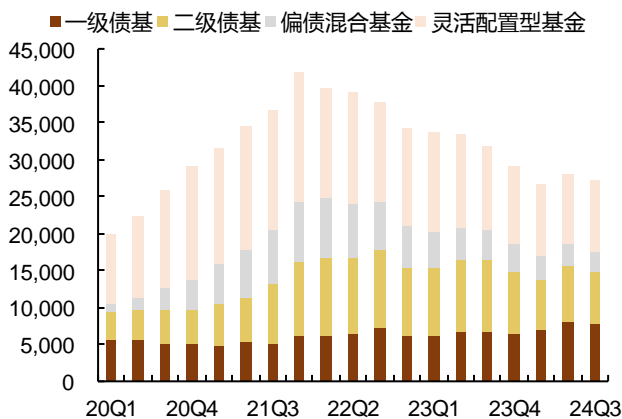


资料来源: WIND, 华西证券研究所

## 2.2. 负债端机构加仓意愿&能力兼备

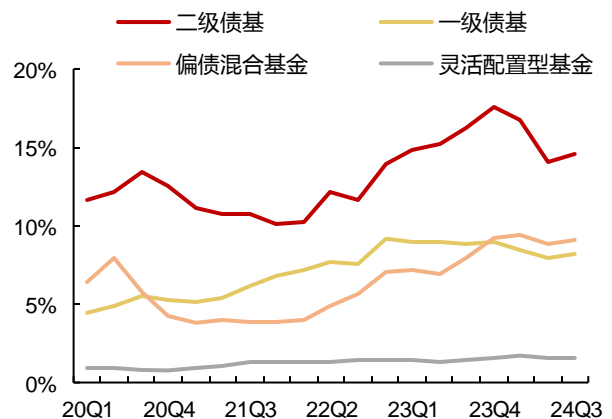
固收+基金规模压力或将缓解, 转债仓位也存在一定回升空间。观察转债市场最主要的参与者——公募基金, 类权益资产近年来的弱势表现, 固收+基金规模难免遭遇规模缩减压力, 甚至在 9 月下旬迎来一轮急涨之后依然未能完全改变净赎回的困境, 也从侧面反应出彼时诸多潜在基金申购对象, 在面临历史级别急涨时, 第一时间选择固收+产品的意愿有限, 部分低风险偏好投资者或出于观望, 部分高风险偏好投资者或直接切换仓位至权益指数 ETF, 而当市场波动率回归良性状态之时, 贴合固收+产品收益特征的中等风险偏好投资者的申购意愿或将迎来释放。此外, 24Q3, 以二级债基为代表的常规固收+基金转债仓位存在回升倾向, 且距 23 年末的仓位高点仍有一定空间。

图 7: 2024Q3, 固收+基金存在规模缩减压力 (亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

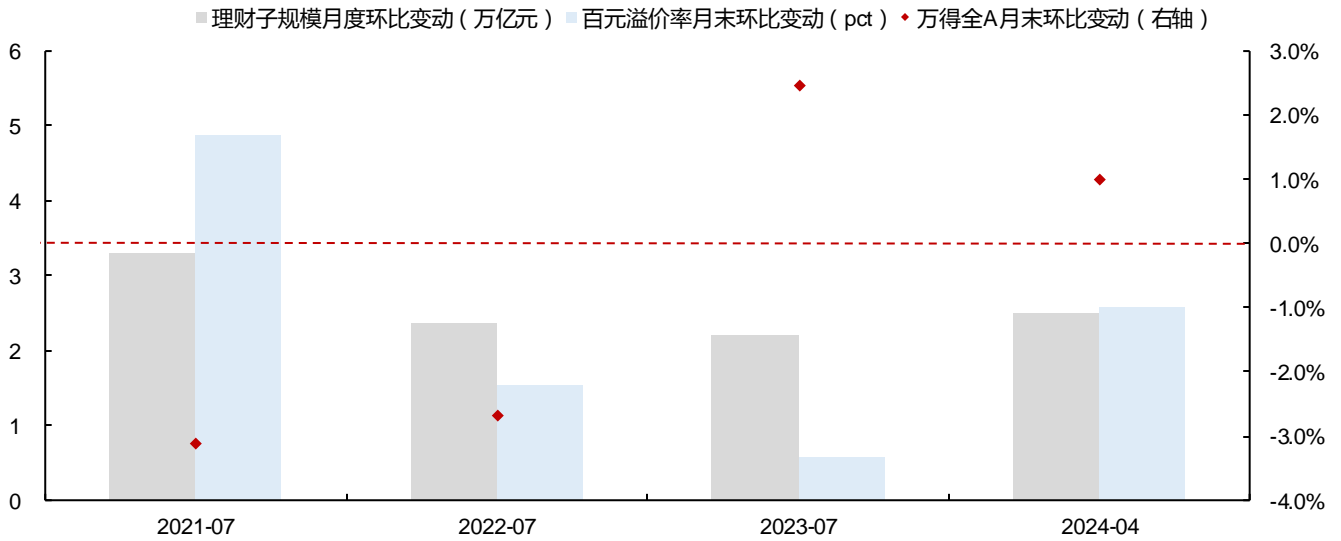
图 8: 24Q3, 常规固收+基金转债仓位存在回升倾向



资料来源: WIND, 华西证券研究所

当然，仅依赖于公募基金转债仓位变化很难改变转债估值状态，理财及保险等负债端机构的申购/增配意愿才是2025年转债估值的核心推动力。以银行理财为例，理财子规模大增的时点基本会推动转债估值拉伸。我们选取理财子规模单月环比高增2万亿元的月份作为研究对象，因为季末季初月存在出回表的情况，季末流出规模通常在1万亿元附近，一般不超过1.5万亿元，2万亿元意味着理财子规模跃升存在其他支撑因素，从对应月份的百元溢价率和权益指数变动来看，理财子规模高增的月份，即使权益市场表现不佳，转债估值依然会逆势拉伸。

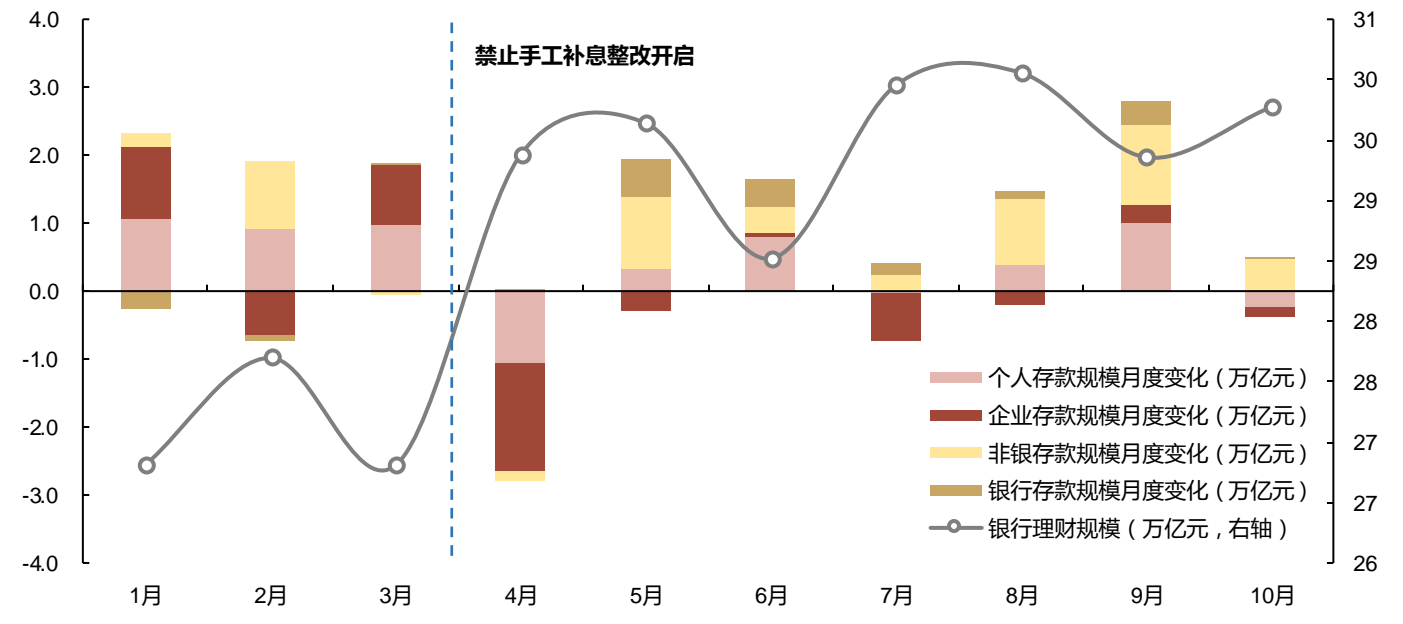
图9：理财子规模大增的时点基本会推动转债估值拉伸



资料来源：WIND，华西证券研究所

**展望 2025 年，银行严控负债成本的逻辑下，理财端仍有望实现较大规模上升。**11月28日，市场利率定价自律机制发布两则倡议，其中《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》剑指降低银行“对公”负债成本，指引银行与对公客户就期限较长的存款服务协议补充“利率调整兜底条款”，以期动态调整银行付息压力。对于储户而言，在未来预期回报受到影响的背景下，可能会选择将资金转投至资管产品。因而与2024年4月情形相似，自律逐步落地后，可能会有新一批资金由银行表内流入银行理财、债基、货基、保险等债券类资管产品中

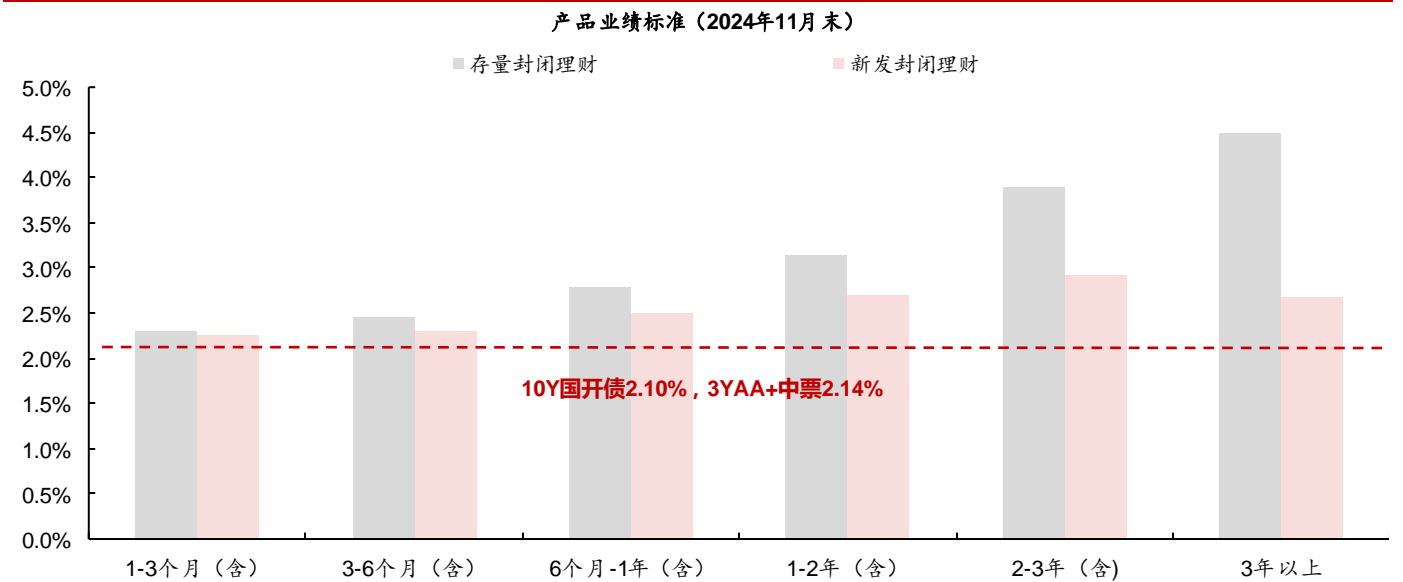
图 10：2024 年期间理财行业与大行存款规模变化，4 月存款整改开启后，大量银行表内资金流向理财



资料来源：Wind，华西证券研究所

收益荒的背景下，纯债品种的静态收益会不断消耗，类权益资产势必得到重视。2025 年，高息资产的供给依然稀缺，收益荒的格局可能会进一步加剧，只要权益市场表现不是特别差，那么转债资产的预期收益与票息资产之间的差距可能会进一步扩大，转债潜在需求大概率会迎来实质性转化。从节奏上来看，理财机构直投转债规模较小，间接参与市场存在一定程度上的时滞，考虑到当前转债估值韧性重新开始显现，潜在入市资金终会到来，且体量较为可观。

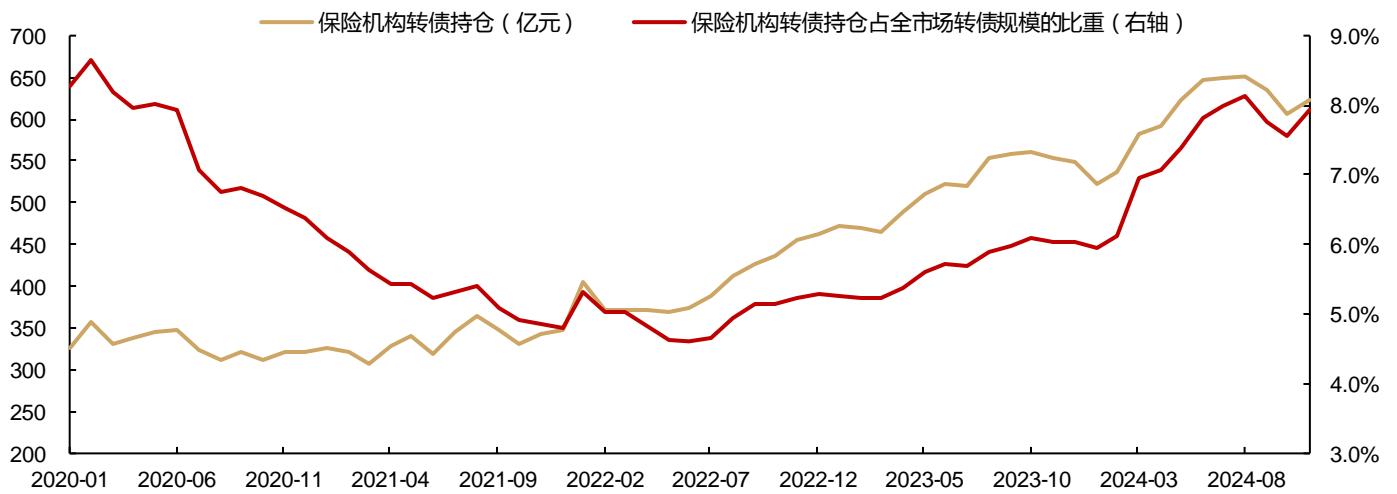
图 11：主流纯债品种收益率依然不能完全满足理财产品业绩标准



资料来源：WIND，华西证券研究所

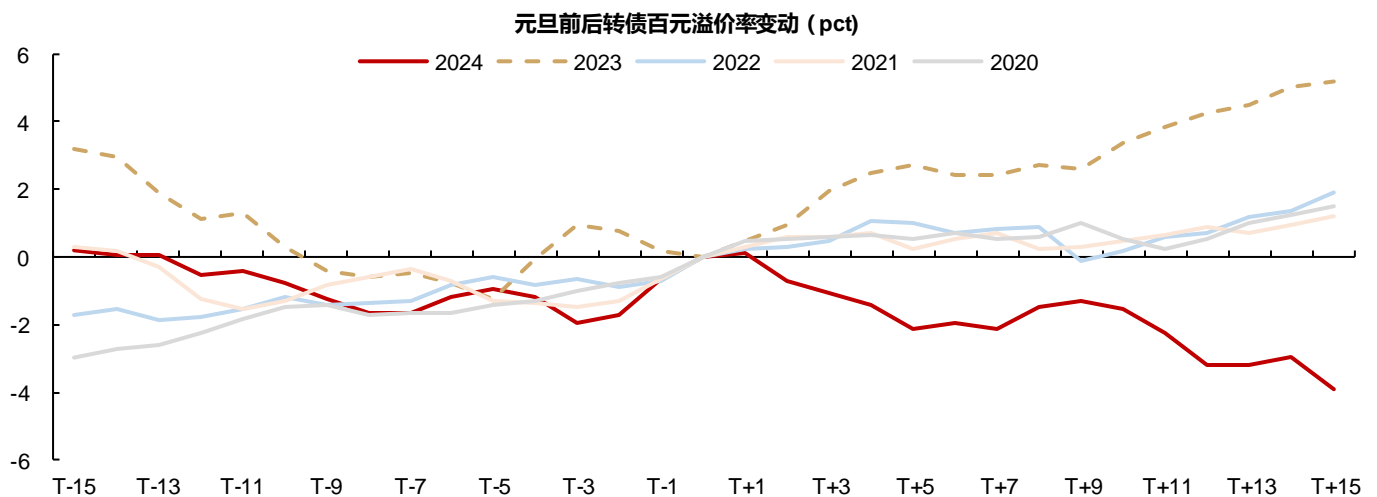
与理财 2024 下半年远离转债市场有所不同的是，保险机构大多数时刻是转债市场少有的增配力量，且当下已经开始进入加仓节奏。尽管保险机构旗下的固收+产品今年增配转债意愿不算特别强烈，但受益于今年保费收入持续高增，转债也被动享受到相应资金流入。值得注意的是，保险机构 9 月、10 月减仓转债明显，这一方面可能是由于保费增速边际下滑，但可能的解释是，很多机构在 8-9 月时便已通过纯债部分完成全年收益要求，且 9-10 月市场波动显著放大，在面临即将到来的考核时，更倾向于选择兑现全年收益。进入 11 月，我们观察到转债估值异常坚挺，这很大程度上是因为，前期很多完成考核要求的保险机构，年内压力锐减，当下已经开始在考虑下一年份的转债布局，并且会陆续进入转债市场直至 2025 年初。

图 12：保险机构今年大多数时刻是转债市场少有的增配力量



资料来源：WIND，华西证券研究所

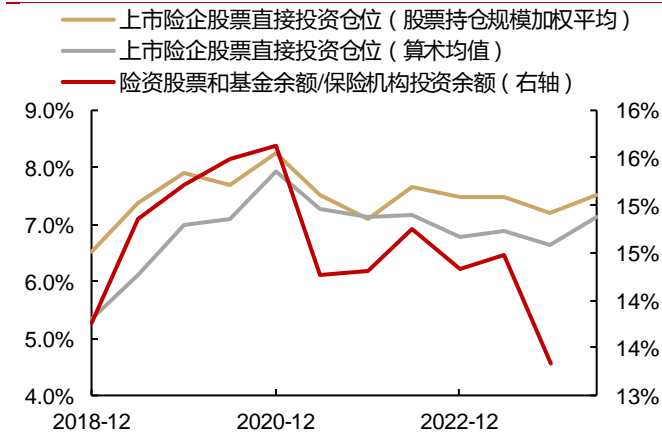
图 13：除 2024 年之外，机构在年初通常会有比较强的配置意愿（T 为当年元旦前最后一个交易日）



资料来源：WIND，华西证券研究所

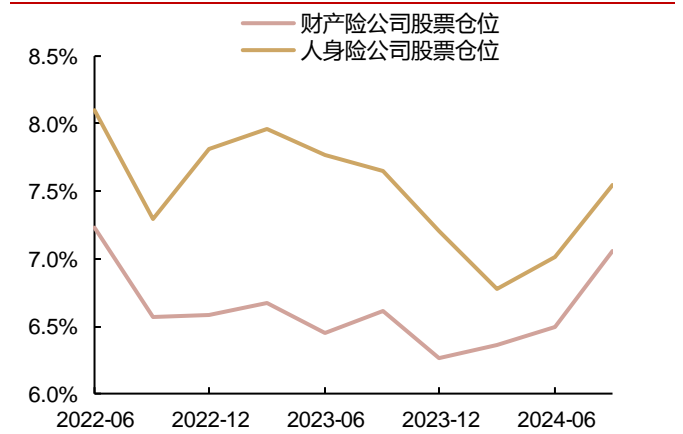
**保险机构权益类仓位仍有较大提升空间。**2024 年，保险机构权益仓位上升明显，尤其是红利资产。除高股息品种显现出配置性价比之外，新会计准则可能也是重要因素。根据新会计准则，权益资产只能划分为 FVTPL 或 FVOCI，高股息的股票可计入 FVOCI 科目，其市值波动可以只在资产负债表体现，无需进入损益表，从而受到保险机构显著青睐。这意味着，看似今年保险机构股票仓位回升明显，但实际投向非高股息股票（包括转债）的权益仓位可能没有那么多，且当前总仓位也与历史较高水平仍有一段距离，险资来年依然有较大增配空间。

图 14: 即使今年保险机构权益仓位回升明显, 但距 2020 年末的高位仍有较大距离



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 15: 24Q2-Q3, 财产险&人身险股票仓位快速上升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

### 3.信用风波: 拨开阴霾看本质

#### 3.1.本轮信用风波的来龙去脉

转债估值“至暗时刻”，一方面源于转债波动特征与参与者风险偏好的错位，另一方面，信用风波的愈演愈烈也是制约投资者配置需求的重要因素。回顾历年转债信用风险冲击，2020 年 4 月底辉丰转债暂停上市，市场更多关注该事件的特殊性，而非扩散定价至其他品种。同年永煤事件之后，转债市场也开始关注信用风险，但直至 2020 年 12 月 15 日，鸿达广汇母公司层面信用风险暴露之后，转债市场才第一次正式定价信用风险。对于低价弱资质品种的风险厌恶情绪延续至 2021 年 1-2 月，在债市出现流动性扰动之后，低价券出现了系统性调整，也随之迎来了配置“黄金坑”。未来几年转债市场并未出现系统性信用扰动。2023 年 4 月末，蓝盾、搜特、红相转债实质风险暴露之初，转债市场仅定价风险个券本身，直至 5 月中旬正股行情转弱，投资者才再度认真定价，好在后续正股快速企稳&利率持续下行，转债指数层面影响程度有限，冲击更多集中在信用资质明显较弱的品种，如城地、美锦等。

2024 年 4 月，“国九条”发布之后，转债投资者出于对去年信用风险事件的预期，开始提前定价。随后理财增量资金入市，相关品种快速修复。5 月之后，正股行情显著趋弱，大面积问询函&评级下调&光伏个券出库等要素叠加，转债信用风险愈演愈烈。随后广汇转债反复拉扯之后退市、岭南转债略超预期的违约，使得信用风波大幅延长，直至 924 新政之后才迎来集体修复。

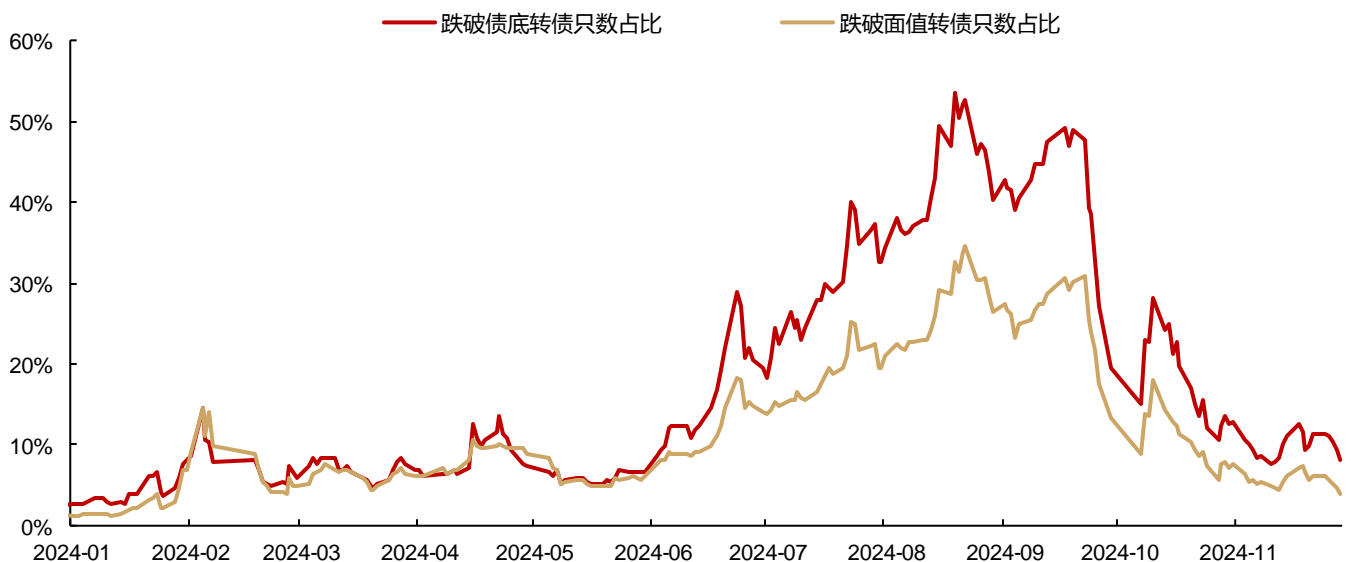
图 16：2024 年可谓信用风波元年



资料来源：WIND，华西证券研究所

随着权益市场回暖，转债错误定价快速修复。初步来看，大面积跌破债底、面值的个券只数快速收敛。跌破债底的转债只数占比已经回到信用风波之前的水平，前期饱受质疑有效性的债底，似乎重新恢复定价锚的身份。破面转债占比甚至已经回到了年初水平，目前已有消灭面值以下转债的势头，仅个别规模较大的新能源个券以及部分存在较大经营风险的个券，尚处于面值以下。

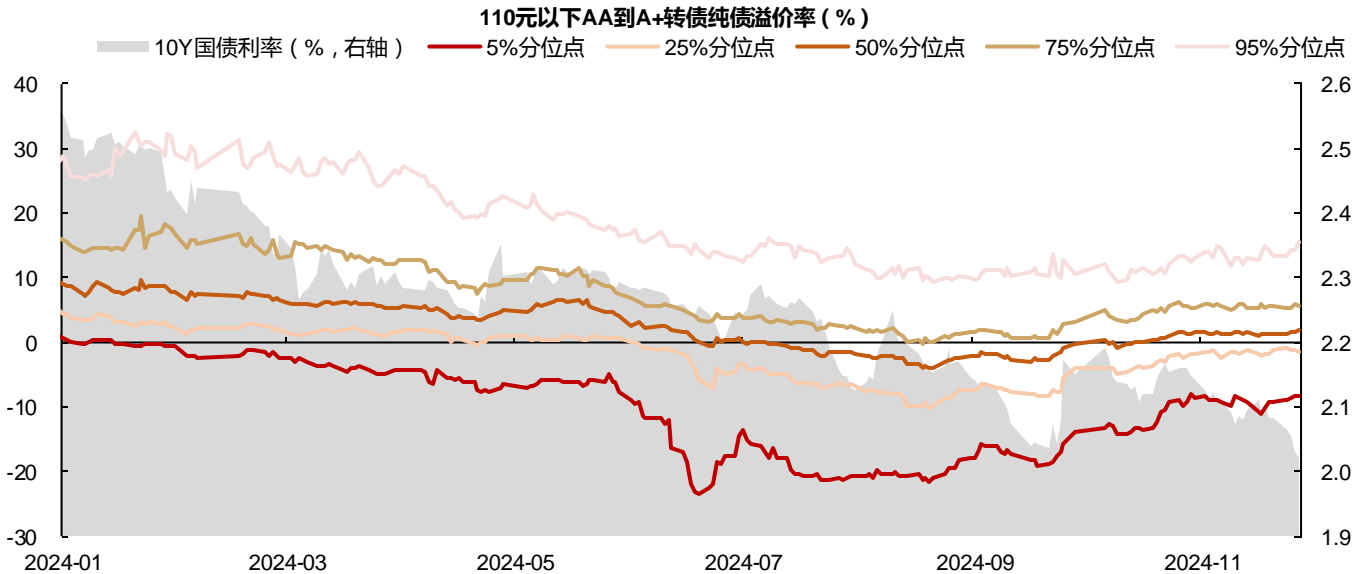
图 17：随着权益市场回暖，转债错误定价快速修复



资料来源：WIND，华西证券研究所

**信用修复行情几近收官。**我们以 110 元以下 A+到 AA 转债作为低价低等级转债的代表，并计算其各分位点纯债溢价率的变化。从结果来看，纯债溢价率 5%、25% 分位点基本回到今年 5 月水平。这意味着，前期朝着违约风险去定价的转债，市场对其担忧程度已经明显下降，毕竟不会真的有那么多种转债最终走向违约道路。不过，低价低等级个券 50%分位点、75%分位点似乎与 5 月仍有一定差距，这是否意味着，信用修复还有较大空间呢？我们认为空间虽然存在，但过程可能是漫长的。信用瑕疵标的迎来错误定价修复之后，未来定价或重新回归其基本面改善情况以及转债系统性估值变化，投资者难以从中继续获取确定性收益，从而降低继续增配意愿。

图 18：本轮信用修复行情几近收官



资料来源：WIND，华西证券研究所

### 3.2.大面积信用风险发生的概率或不大

当前信用瑕疵转债价格已得到充分修复，信用风险大幅度消退，那么这意味着信用风险彻底远离转债了吗？亦或是明年还会席卷而来吗？

我们先从风险本身出发，观察存量品种的潜在信用压力。综合对转债价位影响以及风险事件出现概率来看，退市/ST 风险无疑是最需要持续跟踪的方向。交易类退市风险方面，随着权益行情回暖，面临实质压力的转债几乎没有，我们仅列示了正股股价低于 3 元的转债作为参考（部分机构在信用风波时会将其作为出入库的参考标准之一）。财务类退市风险方面，从前三季度财报来看，约两三只转债如果年报未能对应改善，则可能存在\*ST 风险。重大违法类方面，相关个券均处于证监会立案调查阶段，会不会出现重大财务造假等事项则需等待立案调查结果。此外，中装转 2 正处于预重整阶段，如果法院裁定重整，则可能进入类似于正邦全筑小额刚兑+债转股的模式。整体来看，退市风险明显较为可控。

表 3：可能存在退市/ST 风险的转债（2024/11/29）

财务类退市及*ST 风险（业绩亏损，主板营收低于 3 亿元/创业板&科创板低于 1 亿元）							
转债名称	主体评级	债券余额（亿元）	转债价格（元）	转股溢价率	归母净利润（亿元）	营收增速	营业收入（亿元）
声迅转债	A+	2.80	133.71	34.73%	-0.28	-7.38%	1.06
起步转债	B-	1.48	132.49	1.70%	-0.56	-16.27%	1.78
灵康转债	A-	2.53	115.58	52.08%	-0.47	53.34%	2.31
精装转债	AA-	3.29	128.00	5.95%	-1.09	-59.42%	2.72
华体转债	A+	2.08	124.29	147.21%	-0.31	-42.19%	2.89
申昊转债	A	5.50	99.70	84.77%	-1.19	-75.66%	0.74
盟升转债	A+	1.24	175.19	5.80%	-1.28	-68.28%	0.87
交易类退市风险（股价低于 1 元，当下几乎没有相关风险）							
转债名称	主体评级	债券余额（亿元）	转债价格（元）	转股溢价率	纯债 YTM（%）	纯债溢价率	正股股价（元/股）
鹰 19 转债	AA	18.44	107.10	30.38%	5.40	-3.18%	1.84
凌钢转债	AA	2.17	111.90	44.19%	1.39	1.05%	2.01
和邦转债	AA	46.00	104.51	2.46%	1.68	6.33%	2.04
三房转债	AA-	24.99	83.24	23.23%	8.35	-16.20%	2.04
起步转债	B-	1.48	132.49	1.70%	-8.56	54.58%	2.28
东时转债	BBB	0.98	176.25	873.40%	-29.59	92.28%	2.20
能化转债	AA+	19.46	116.11	26.21%	-1.22	6.76%	2.76
紫银转债	AA+	45.00	109.64	42.27%	1.32	1.20%	2.89
通裕转债	AA	14.84	119.28	15.05%	-0.72	11.65%	2.82
重大违法类退市风险							
转债名称	主体评级	债券余额（亿元）	转债价格（元）	转股溢价率	纯债 YTM（%）	纯债溢价率	立案调查开始时间
中装转 2	BB	11.55	80.99	2.79%	16.36	9.16%	2023/12/15
东时转债	BBB	0.98	176.25	873.40%	-29.59	92.28%	2023/12/27
塞力转债	BBB+	4.18	100.63	42.46%	9.52	4.02%	2024/3/26
普利转债	A	5.31	103.94	8.59%	7.52	0.21%	2024/7/6
应急转债	AA+	2.12	134.16	8.12%	-13.83	25.57%	2024/10/21
诺泰转债	A+	2.19	142.70	11.70%	-3.45	59.33%	2024/10/23

资料来源：WIND，华西证券研究所

**2025 年底之前的存量转债，偿还压力有限。**违约风险无需多言，也是转债信用资质重点评估对象。我们选取 2025 年底之前到期的存量转债（不含银行），并选取平价低于 110 元的转债（高平价品种到期前直接转股即可，即使到期前股价有所调整，也可参考海印、光大小额亏损溢价转股的方式），分别统计其截止 24 年三季报的货币资金、交易性金融资产、当前未使用授信额度、短期借款。从结果来看，这些转债发行人的账上可用资金均可以覆盖转债规模，即使综合考虑银行授信和短期借款的规模，面临较大偿还压力的个券依然非常有限。

表 4：2025 年底之前到期的中低平价转债，偿还压力有限（2024/11/29）

名称	主体评级	转债价格 (元)	平价 (元)	到期日期	债券余额 (E)	货币资金 (A)	交易性金融资产 (B)	未使用授信额度 (C)	短期借款 (D)	剩余流动性 1	剩余流动性 2
维格转债	AA	113.73	93.72	2025/1/24	2.86	3.88	0.00	3.55	2.35	1.03	2.22
联泰转债	AA	103.77	75.17	2025/1/23	1.92	3.03	0.00	21.05	4.11	1.11	18.05
奇精转债	AA	111.06	98.95	2024/12/14	3.30	3.88	1.51	0.00	1.05	2.09	1.05
合兴转债	AA	109.86	81.36	2025/8/16	3.00	5.32	0.00	36.65	4.10	2.32	34.87
大丰转债	AA	113.36	83.24	2025/3/27	6.30	6.14	2.80	26.54	1.74	2.64	27.45
今飞转债	AA	117.97	101.51	2025/2/28	1.72	6.24	0.01	4.89	27.23	4.53	-17.81
开润转债	AA	116.44	85.73	2025/12/26	2.22	7.56	0.31	9.12	6.36	5.65	8.41
尚荣转债	AA	109.42	69.26	2025/2/14	1.90	4.21	4.85	7.42	0.00	7.16	14.58
溢利转债	AA	169.11	96.25	2024/12/20	0.54	4.47	4.53	6.25	0.37	8.46	14.34
好客转债	AA	108.55	68.51	2025/8/1	6.03	1.56	13.21	14.00	0.06	8.75	22.69
游族转债	AA	112.88	57.68	2025/9/23	6.82	18.10	0.02	2.32	4.24	11.30	9.39
鹰 19 转债	AA	105.17	82.14	2025/12/13	18.44	29.97	0.00	81.23	137.34	11.53	-44.58
兴森转债	AA	121.59	88.64	2025/7/23	2.68	12.03	4.76	84.17	1.43	14.12	96.86
烽火转债	AA	112.50	80.84	2025/12/2	30.88	47.75	0.00	286.67	26.63	16.87	276.91
金能转债	AA	106.26	62.11	2025/10/14	9.56	26.28	2.50	68.31	24.60	19.21	62.92
建工转债	AA	110.37	82.59	2025/12/20	12.65	40.33	0.00	68.47	106.46	27.68	-10.31
海亮转债	AA	113.75	103.95	2025/11/21	27.02	59.01	1.67	91.66	117.73	33.65	7.58
核建转债	AA	108.29	95.18	2025/4/8	29.95	124.63	0.01	1283.38	238.91	94.68	1139.15

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：不含银行，剩余流动性 1=(A+B-E)，账上现金覆盖转债余额的程度；剩余流动性 2=A+B+C-D-E，账上现金及授信覆盖转债余额和短期借款的程度，相关指标单位均为亿元。

除退市风险、违约风险、破产重整这些显著影响转债存续的要素之外，转债市场还存在一些譬如评级调整压力、监管问询函、财报非标审计意见、实控人留置等会对转债价格造成压力的负面事件。综合来看，这些事件本身是否会对转债以及正股价格造成较大影响，更多取决于投资者对于未来行情的看法，并不一定导致大幅下跌。从实际情况来看，很多个券在这些所谓的显性风险暴露之时，股价依然保持相对平稳，大幅调整的个券其实有限。这些负面事件可能更多是给投资者一个在行情低迷时将转债出库的理由，从而导致转债价格下跌的自我实现。

表 5：2024 年主体跟踪评级展望负面的转债（2024/11/29）

名称	正股名称	主体评级	债券余额 (亿元)	上市日期	SW 行业	转债价格 (元)	转股溢价率	纯债溢价率	24Q3 基金持仓占比
嘉美转债	嘉美包装	AA	7.50	2021-09-08	轻工制造	106.53	43.70%	-1.44%	39.61%
奥佳转债	奥佳华	AA-	4.58	2020-03-18	家用电器	108.96	42.33%	2.40%	38.99%
亚泰转债	郑中设计	AA-	4.47	2019-05-14	建筑装饰	116.93	6.20%	7.18%	35.16%
维格转债	锦泓集团	AA	2.86	2019-02-19	纺织服饰	113.73	24.73%	1.05%	27.57%
江山转债	江山欧派	AA-	5.83	2021-07-01	轻工制造	118.49	23.05%	6.15%	26.31%
科达转债	苏州科达	A	2.79	2020-04-08	计算机	152.34	1.17%	43.80%	20.15%
雪榕转债	雪榕生物	A+	5.84	2020-07-24	农林牧渔	109.81	6.08%	2.24%	13.36%
宏图转债	航天宏图	A-	10.09	2022-12-22	计算机	92.35	125.72%	12.65%	12.99%
维尔转债	维尔利	A-	9.17	2020-05-12	环保	102.95	18.71%	-1.83%	2.70%
山石转债	山石网科	A+	2.67	2022-04-21	计算机	109.76	60.14%	10.62%	1.57%
起步转债	ST起步	B-	1.48	2020-05-07	纺织服饰	130.89	2.94%	54.58%	0.00%
东时转债	ST东时	BBB	0.98	2020-04-30	社会服务	174.97	840.12%	92.28%	0.00%
天创转债	*ST天创	A-	0.67	2020-07-16	纺织服饰	213.89	650.39%	121.52%	0.00%

资料来源：WIND，华西证券研究所

综上，一个好消息是，转债市场未来面临的实质违约/退市风险非常有限，出现大面积信用事件的概率不高。尤其是在市场回暖之后，平价抬升有效降低了转股难度，转债回升至面值以上也可实质规避回售/减资清偿压力。

不过，这并不意味着，2025 年信用风波彻底离我们而去。尤其是在市场预期趋弱的阶段，我们仍需对小盘配置策略保持谨慎。回顾历年信用风波的演化进程来看，独立信用事件是否会引发市场调整，更多取决于同期权益市场行情预期。若 2025 年正股持续走强，即使出现个别超预期信用风险事件，转债市场更可能定价其本身，而不会扩散。但若在权益行情趋弱的阶段，尤其是在年报季所在的二季度，还是存在信用冲击再现的可能。因为机构在面临信用风波时，也只能被迫砍仓来降低对模糊风险的恐慌，从而在一轮又一轮的筛查和防御中导致价格冲击的自我实现，以致转债小盘配置策略整体失效。

图 19：信用风险的症结在于正股



资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.条款博弈：赎回下修大年，但不改转债估值运行方向

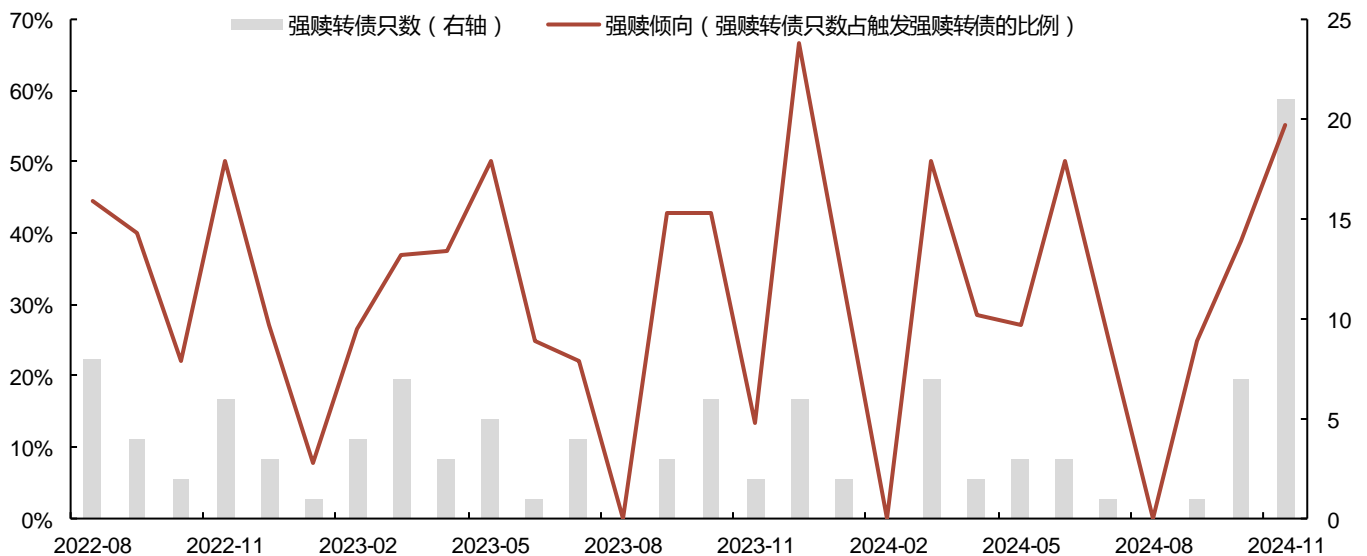
2024年，不仅仅是机构行为主导的年份，也是条款博弈井喷的一年。2024年11月成为了历史上单月最多强赎转债的节点。同时，2024年1-11月下修转债只数甚至相当于2018-2023年的总和。

### 4.1.强赎：关注赎回预期放缓带来的估值修复

历史上转债强赎倾向并不稳定，且近年来整体意愿不算强烈。2020下半年，以深南转债为代表的个券在强赎之后，转债价格甚至正股股价开始遭遇大幅度回调。在随后的几年内，权益投资者也逐步开始对此定价，甚至造成了转债强赎压力较大，股价阻力较强的自我实现，导致发行人只要不是特别在意转债财务费用对报表利润的侵蚀，便开始选择不提前赎回呵护股价，从而寄希望于投资者自然转股来降低赎回对股价的集中冲击压力。因此，公司现金流/财务压力&在意资本市场的程度成为了发行人执行强赎与否的两难抉择。由于较为主观，历史上转债强赎倾向并不稳定，且以月度为统计单位，选择强赎的发行人通常明显少于不提前赎回的发行人。

不过，2024年10月以来，发行人强赎案例明显增加且意愿较强。究其原因，首先，权益市场行情走强提供执行强赎的先决条件，部分个券确实存续时间较长，遇到行情执行强赎实属情理之中。其次，脉冲式行情使得部分股价长期低迷的发行人希望抓住转债生命周期内少有的转股机会，尤其是对自身股价信心不足的。最后，今年转债信用风波期间，发行人远期偿债压力被快速提前（减资清偿/回售），为避免今后再度出现类似打乱现金流安排的情况，会及时把握转股机遇。

图 20：2024 年 11 月，转债强赎倾向继续上升，但历史上强赎倾向并不稳定

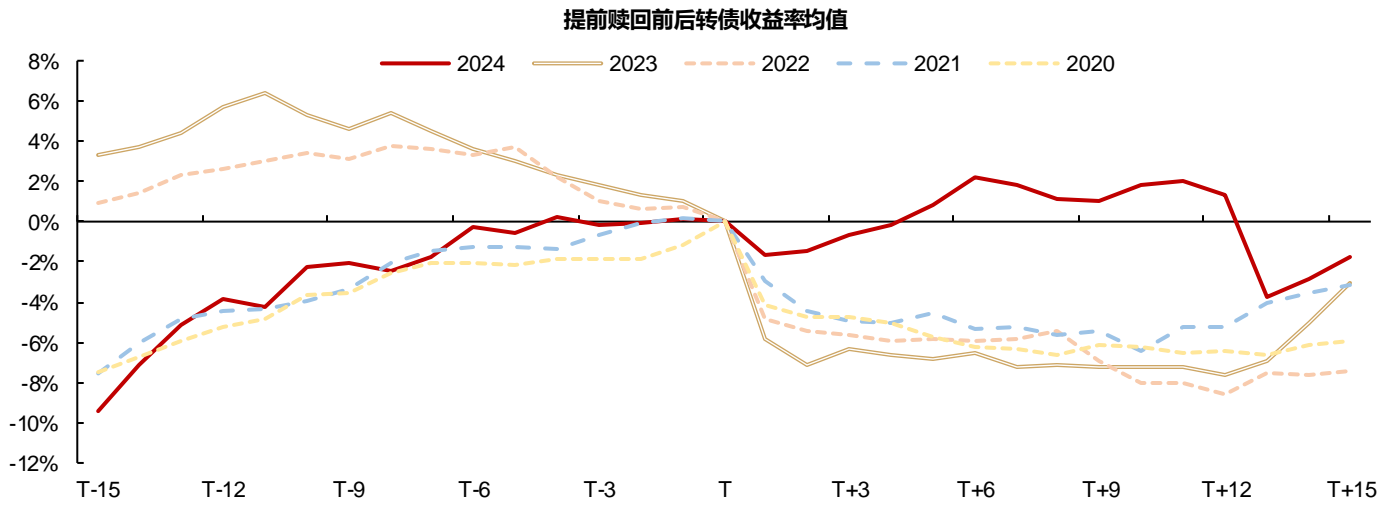


资料来源：WIND，华西证券研究所

那么，强赎预期升温会对转债市场造成显著负面影响吗？首先，强赎压力最大的时点可能已经过去。发行人在充满强赎理由的 11 月，依然存在约一半的发行人最终不执行强赎。同时，10-11 月不执行强赎的转债当中，近一半发行人不赎回承诺期长于三个月，柳工、麒麟、姚记甚至承诺未来一年内不赎回。

其次，近期高平价个券估值本身较为温和，强赎冲击力度非常有限，而且权益市场行情预期改善，正股抛压也不明显。我们以 2020-2024 年强赎转债为样本，以强赎公告实际发布日为基点 T，统计公告赎回前后的转债价格走势。从结果来看，今年转债在公告强赎后面临的抛压非常有限，跌幅明显低于往年。

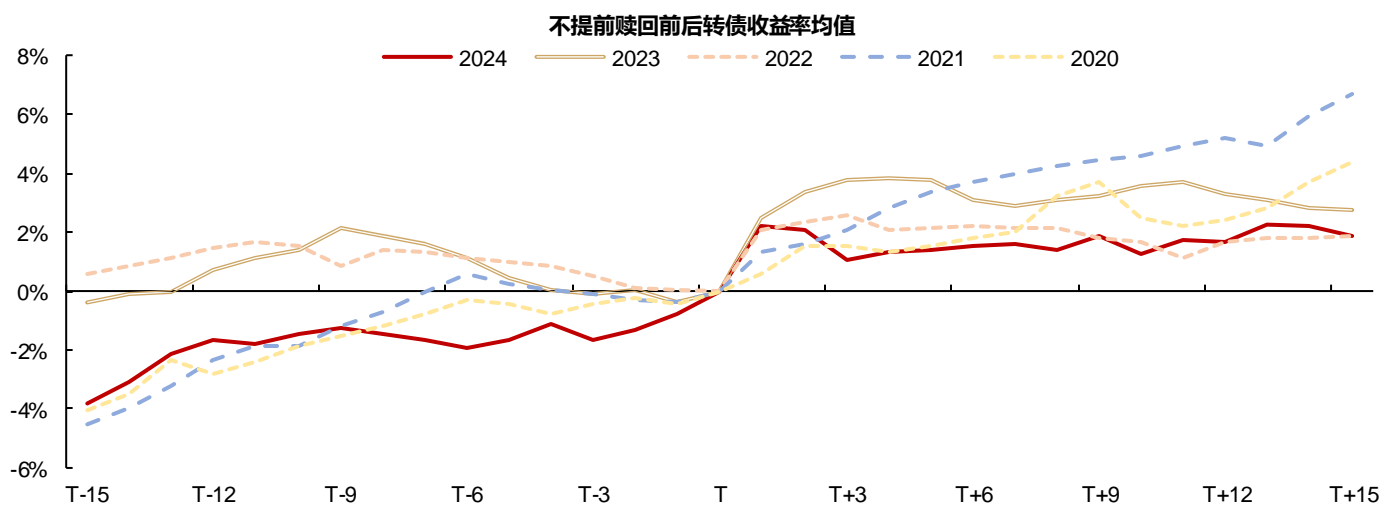
图 21：近期高平价转债估值本身较为温和，强赎冲击力度非常有限（T 为强赎公告实际发布日）



资料来源：WIND，华西证券研究所

不提前赎回公告落地后，前期强赎预期带来的估值压制会快速消退。我们利用同样的统计方式，计算不提前赎回公告前后的转债表现。从结果来看，历史转债在不提前赎回公告落地后，均会迎来一定幅度的估值修复。

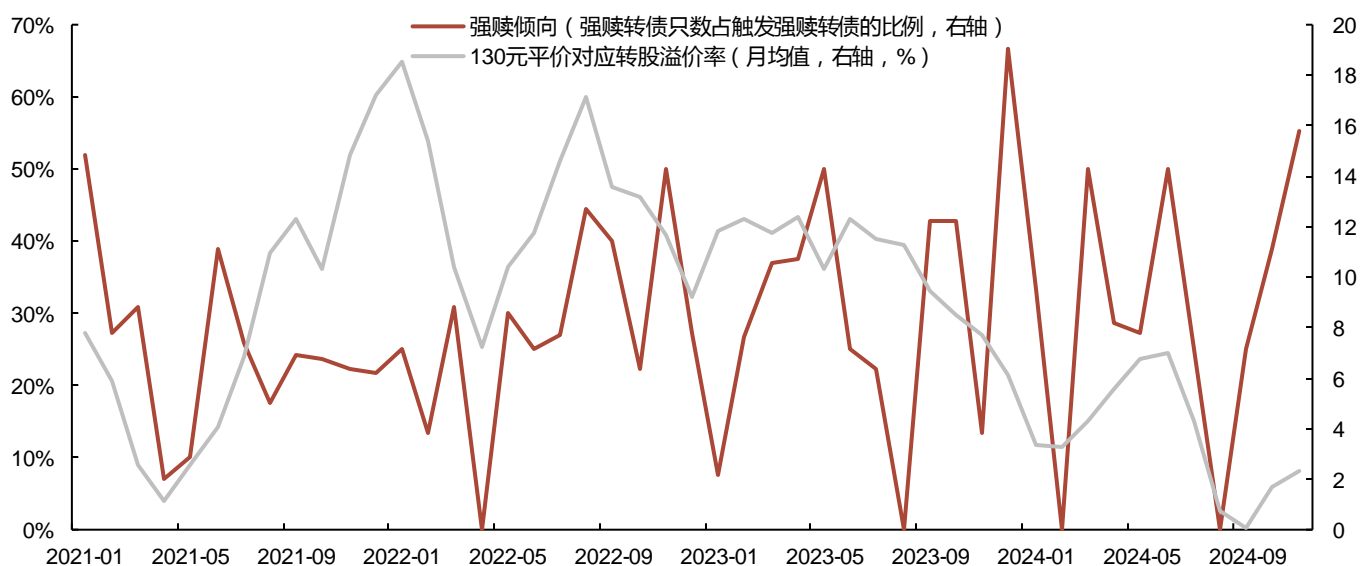
图 22：不提前赎回公告落地后，前期强赎预期带来的估值压制会快速消退（T 为不提前赎回公告实际发布日）



资料来源：WIND，华西证券研究所

最后，数据层面来看，强赎倾向对高平价转债估值的系统性压制不算明显，更多是约束中等平价品种的价格上限。我们统计了 130 元平均对应的估值中枢与强赎倾向的相关性，结果表明二者相关性非常微弱。毕竟强赎倾向本身不算稳定，外推至全部转债均触发赎回即执行的情境并不合理。同时，存量转债市场还是有较多暂不提前赎回的转债，其估值更多受正股弹性预期以及转债整体需求影响。此外，需要注意的是，当前平价位于 110-130 元的个券定价或受高强赎预期影响，集体处于估值“低洼”状态，往后看，目前低平价低价品种迎来了信用修复，高平价品种在强赎预期落地之后也开始慢慢估值回升，随着强赎预期放缓以及转债需求改善，价位温和的中等平价品种估值或迎来系统性修复。

图 23：强赎倾向对高平价转债估值的系统性影响不算明显

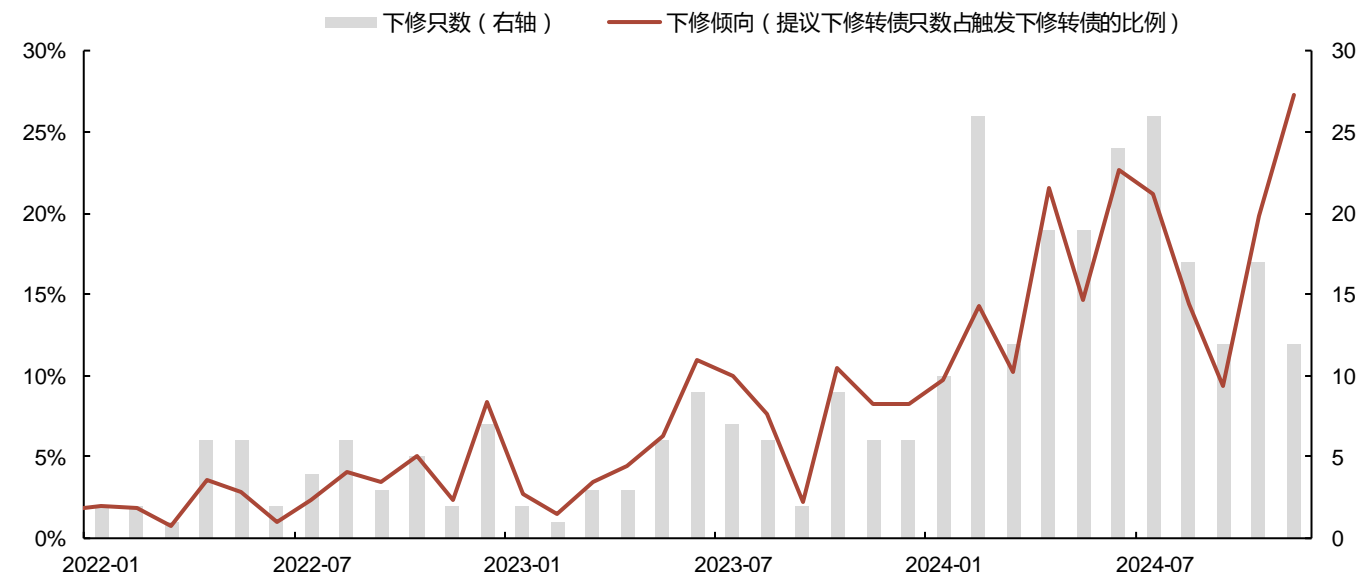


资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4.2. 下修：博弈趋于充分，配置回归本源

回顾 2024 年以来转债下修动机，规避风险&促转股均得到充分体现。2024 年 2 月，微盘品种深度回调后进入反弹区间，部分弱资质个券&上市时间较长的转债下修需求旺盛。4 月往后，随着市场行情的持续低迷，大量转债处于破面状态，部分发行人开始面临实质回售/减资清偿/到期压力，被迫使用下修来进行规避。9 月以来，行情快速反弹，发行人发现股价处于快速上涨区间，希望利用下修来大幅降低促转股难度，下修倾向进一步提升。高下修倾向&愈发低迷的平价，共同推动 2024 年成为历史上下修最大的年份，截止 11 月底的下修转债只数甚至相当于 2018-2023 年的总和。

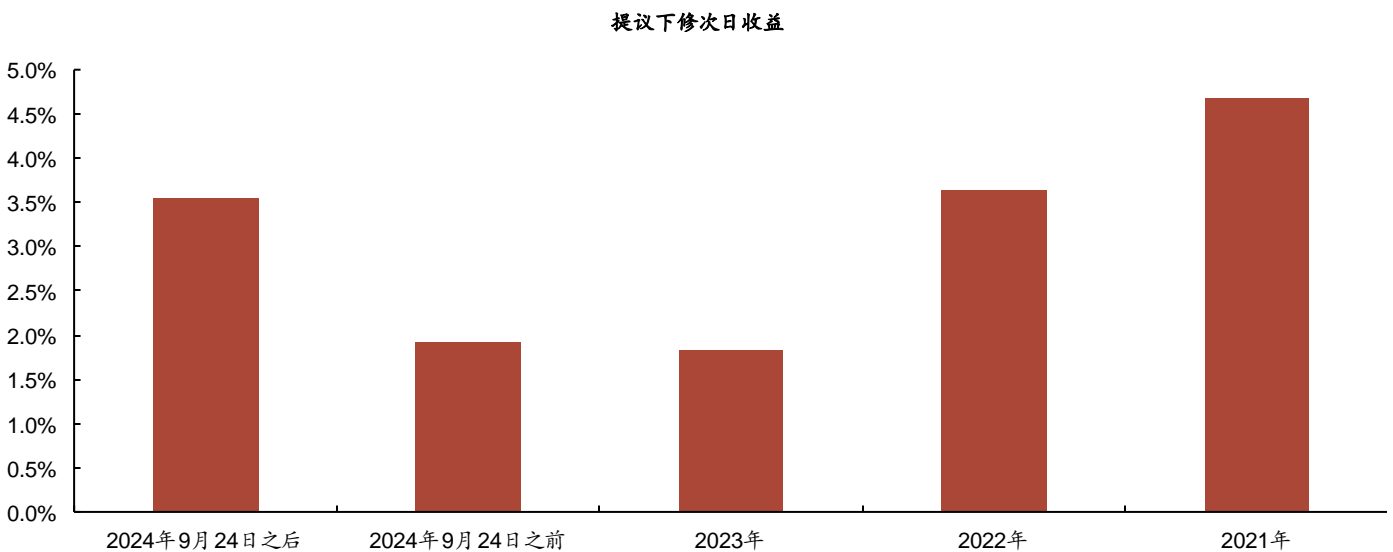
图 24：2024，下修案例频发，远超往年



资料来源：WIND，华西证券研究所

**2023-2024 年整体下修博弈收益低迷，但 2024 年 9 月 24 日以来，提议下修收益明显放大。**我们以 2021-2024 年提议下修的转债作为研究对象，统计其在提议下修公告日次日 (T+1) 的转债均价变动。从结果来看，2024 年 9 月 24 日之前下修收益一般，延续 2023 年平淡表现，明显弱于 2021-2022 年。究其原因，较多转债只是把下修当做延缓信用压力的工具，当然更重要的原因是，在信用风波区间，即使下修诚意较足，市场依然没有给很明显的正向定价。不过，924 以来的下修收益明显较为可观。前期低价转债价格在信用冲击下纷纷来到历史冰点，紧接着 924 之后正股预期改善，下修恢复的弹性得到了积极定价，尤其是前期预期显著较弱的新能源品种。

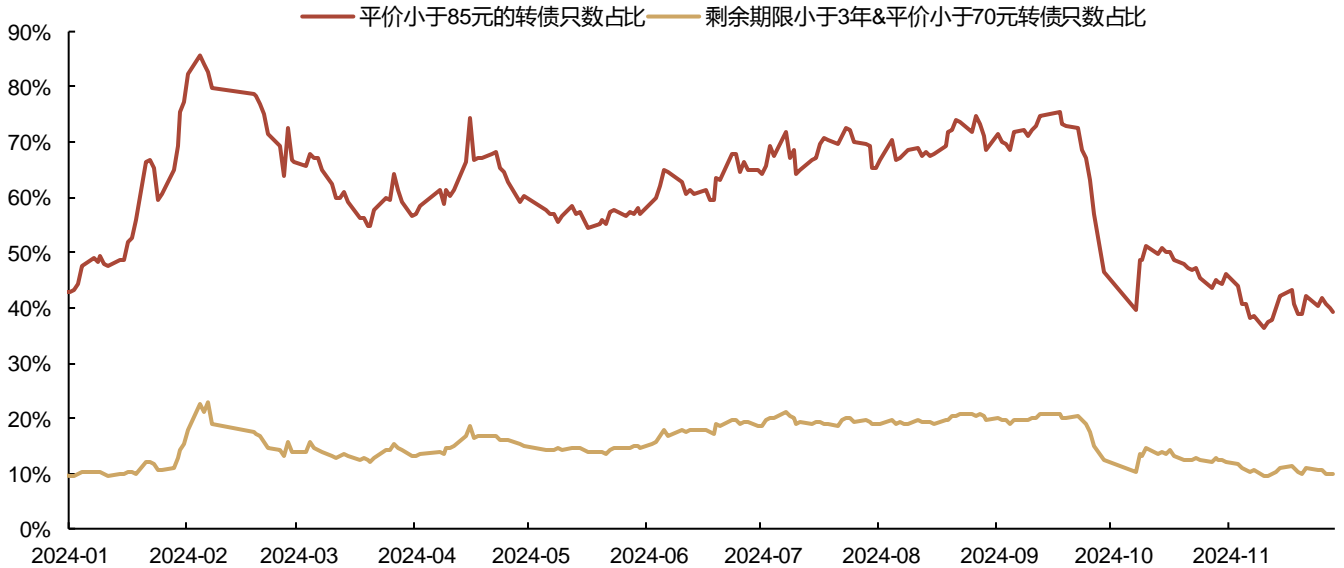
图 25：2024 年 9 月 24 日以来，提议下修收益明显放大



资料来源：WIND，华西证券研究所

那么，下修博弈需要成为我们的重点研究对象吗？一个基本前提是，权益行情改善的另一面是平价水平集体抬升，低价转债只数明显下降，可供博弈下修的样本有所减少，其中还包括一些主要为了规避回售的低效样本。另一个核心前提是，下修属于发行人的权利，而非义务，并且发行人下修还会付出股权稀释的代价，常有转债长期处于触发下修条款状态却并未选择下修，因此案头研究的实质价值相对有限。同时，若大股东持股比例较高且持有转债，需加以回避，那么投票权可能集中在中小股东手中，而中小股东的意向又难以统计，这进一步加大了案头研究的难度。

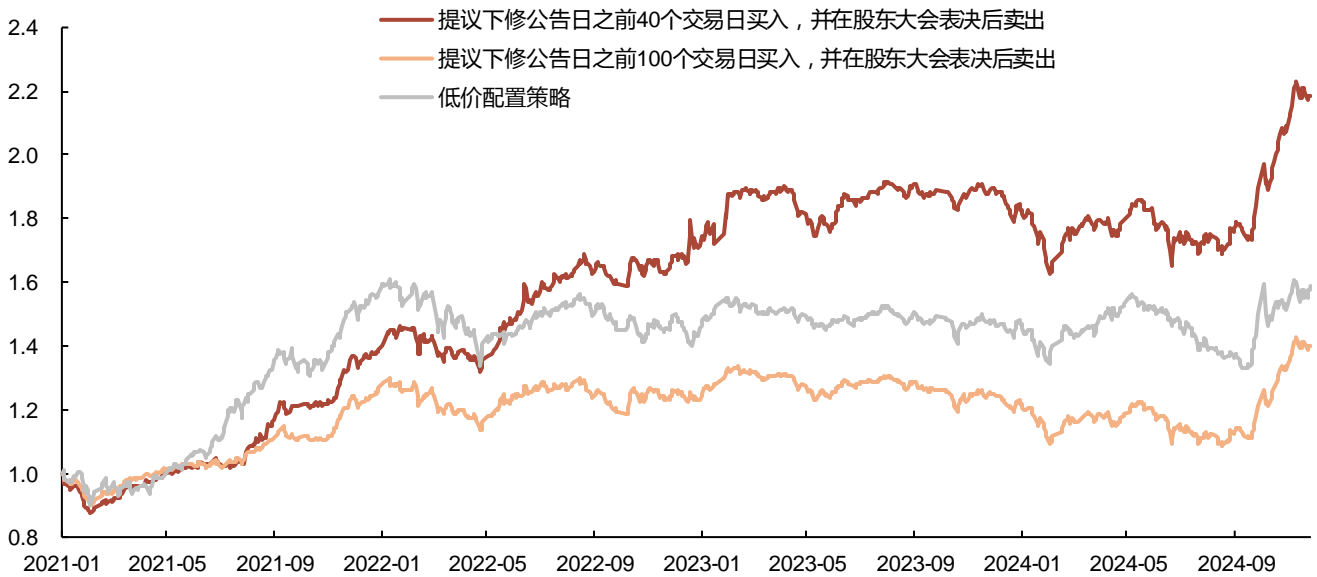
图 26：2024 年 9 月 24 日以来，低价转债只数明显下降，可供博弈下修的样本有所减少



资料来源：WIND，华西证券研究所

更重要的是，成功下修博弈的确可增厚组合收益，但参与时点较难把握。假设我们对于2021年全部的提议下修转债，均在提议下修公告日之前40个交易日买入，并在股东大会表决后卖出，策略表现确实强于传统的低价配置策略。但若投资者未能把握精准参与时点，在公告日之前100个交易日买入的策略表现反而明显弱于低价策略。这意味着，即使我们可以完美预判每一只下修转债，如果把握不好参与时点，可能并不能获取超额收益。因此我们完全不建议将下修博弈作为主力收益挖掘策略，更多是正常进行低价配置，静待持仓个券下修，配合个券基本面变化综合判断，并对已兑现下修收益的品种“见好就收”，避免承担不必要的市场风险。

图 27：成功下修博弈的确可增厚组合收益，但参与时点较难把握（净值单位：1）



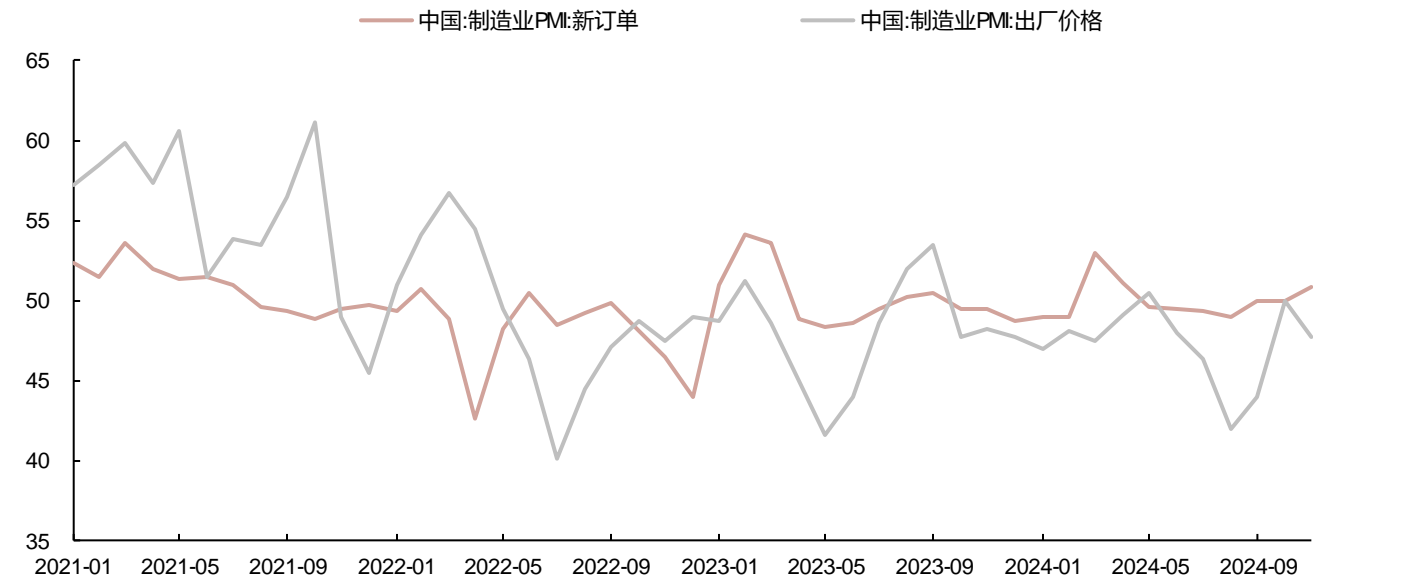
资料来源：WIND，华西证券研究所

## 5. 转债策略：水涨待船高

### 5.1. 股债环境：预期交易阶段较为漫长

展望 2025 年，正股行情演绎方向无疑是转债市场最为重要的影响要素。从基本面情况来看，宏观经济当下正处于改善状态，信贷边际升温、地产下滑压力减弱、内需在补贴支撑下也有所提振，但权益投资者更为关注的价格类指标（与上市公司名义利润相关度较高）暂时仍没有起色，11 月制造业 PMI 原材料价格、出厂价格分项分别回落 3.6pct、2.2pct 至 49.8%、47.7%，中上旬流通生产资料高频价格仍在回落，未来通胀能否回归良性区间仍需继续观察。

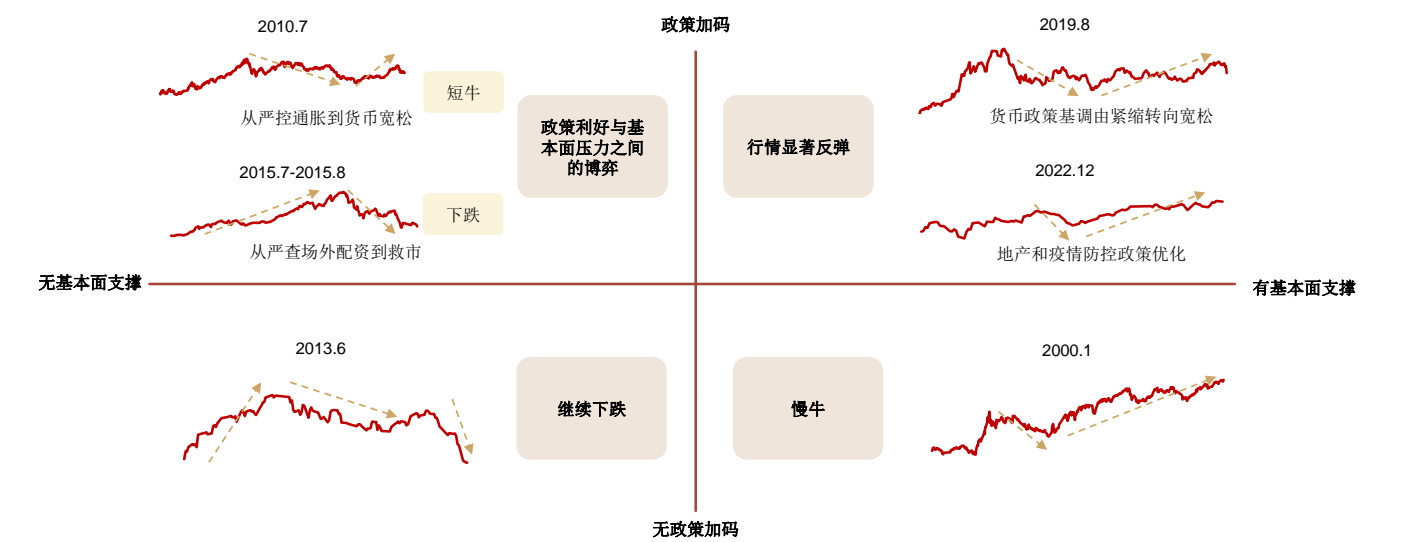
图 28：11 月制造业 PMI 原材料价格、出厂价格分项回落至收缩区间 (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

不仅基本面回暖程度需要持续观察，政策配套节奏同样是决定未来行情走势的重要因素。同时，政策加力程度不仅决定大盘走向，还会影响红利、小盘成长、顺周期等板块的相对表现。事实上，当前多空双方均缺乏实质性证据来佐证政策发力程度以及节奏情况，导致本轮牛市博弈情绪较重。只有出现经济回暖呈现出强持续性、或者经济已然放缓但并没有对应政策配套，双方的分歧才会减弱，市场主线大概率会更加清晰。显然，这些情形出现需要较长时间验证，至少要等到 25 年两会之后。

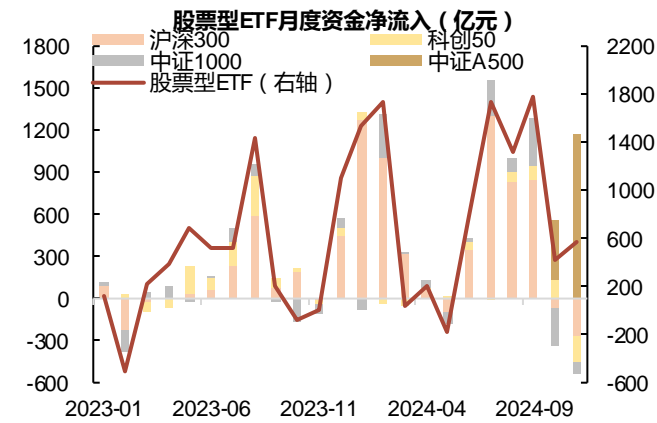
图 29：当前多空双方均缺乏实质性证据来佐证政策发力程度以及节奏情况，导致本轮牛市博弈情绪较重



资料来源：WIND，华西证券研究所

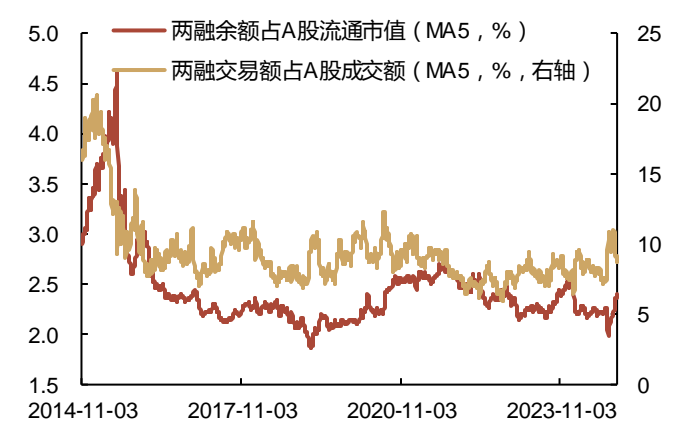
中短期内，微观上的着眼点或在于紧密跟踪资金行为，洞悉掌握定价权资金的边际变化。假设两融余额开始回落、小盘品种监管力度加强，那么流动性行情可能会边际减弱，更多回归公司增长逻辑。亦或是股票ETF持续大规模净流出，则可能会出现权重品种踩踏式回撤的可能性。反之亦然。

图 30：2024 年下半年以来，股票型 ETF 大幅流入



资料来源：WIND，华西证券研究所

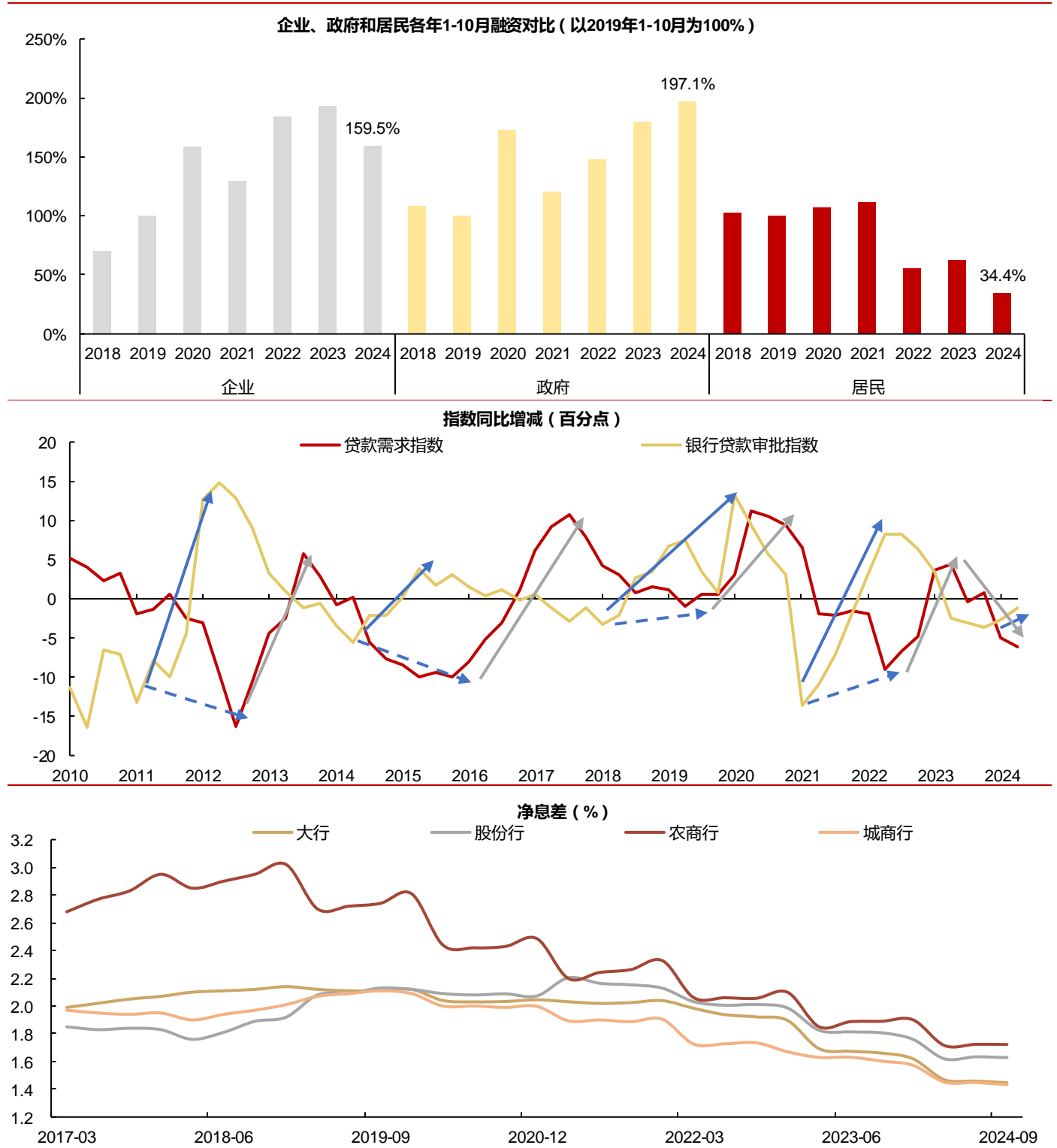
图 31：两融余额相比低点回升明显，但远未处于极端水平



资料来源：WIND，华西证券研究所

纯债方面，不乏转债投资者担心利率上行从而对转债估值形成冲击，但我们认为无需多虑。首先，2.0%的利率水平与转债预期收益相差甚远，小级别的上行对转债机会成本影响有限。其次，2025 年利率或难大幅度上行。从货币-信用周期视角，偏弱的信用环境仍需宽货币加力，不支持利率上行，企业端面临经营压力加大，后续可能继续降息推动降成本。此外从机构行为视角，地方化债、银行降负债成本，票息资产缺失，加剧收益荒，也不支持利率显著上行，

图 32：居民处于资产负债表修复期间、企业端信贷需求延续下行、银行在息差压力之下也需要降负债成本



资料来源：WIND，华西证券研究所

最后，即使利率出现大幅上行风险，大概率是经济基本面超预期改善，正股上涨的力量足以覆盖纯债。我们统计了 2019 年以来典型的利率上行&正股上涨区段，中证转债指数&百元溢价率均具有较强表现。唯一需要注意的是，再度出现类似于 2022 年末债市赎回负反馈带来的流动性冲击，但基于学习效应，监管不太可能会放任大规模冲击重演。

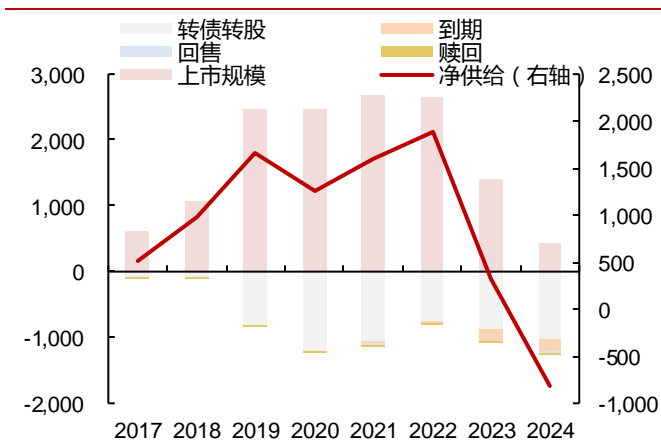
表 6：利率上行&正股上涨区段统计（2024/11/29）

利率上行&正股上涨区段统计								
起点	终点	交易日 天数	万得全 A 涨幅	中证转债 涨跌幅	10Y 国债收益率 上行幅度 (bp)	百元溢价率 变动 (pct)	百元溢价率 与万得全 A 相关系数	百元溢价率与 10Y 国债收益 率相关系数
2019-01-07	2019-04-19	69	35.31%	17.40%	33.61	7.32	0.90	0.63
2020-05-29	2020-07-13	30	26.90%	10.50%	52.85	1.39	0.71	0.64
2022-10-31	2023-02-01	62	14.78%	3.63%	29.59	1.02	0.30	-0.38
2024-09-23	2024-09-27	5	14.88%	5.24%	14.61	3.62	0.87	0.54

资料来源：WIND，华西证券研究所

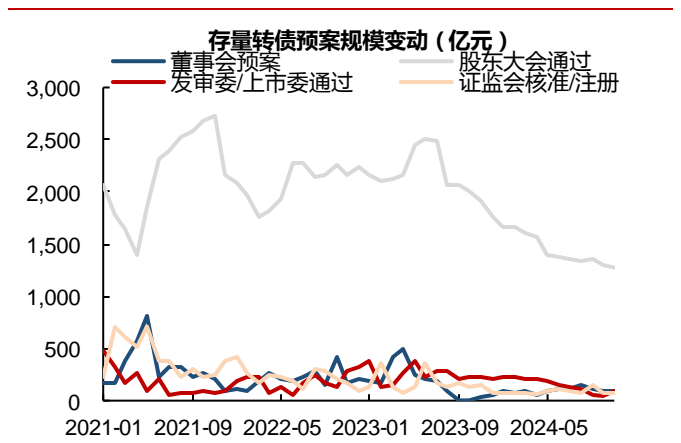
转债供给环境方面，随着市场行情回暖，2025 年新券补充可能有所回升，但供给净减少的局面或将延续，转债供需格局依然偏紧。从长远发展角度，我们无比希望看到转债供给的放量，但结合当前预案情况，供需进一步偏紧可能也是事实。同时，2025 年随着浦发转债、中信转债的到期，部分城农商行品种也可能达成强赎，大盘供给会进一步缺失。这意味着，若 2025 年权益行情不弱，转债估值的修复速度可能加快。

图 33：2024 年 1-11 月，转债供给净减少（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 34：转债预案储备仍处于减少状态



资料来源：WIND，华西证券研究所

综上，我们系统性论述了当前转债低估值的来龙去脉，但这影响转债作为固收+资产的价值吗？似乎没有。客观来看，在一系列制约下，转债估值偏低，而平价已经修复到中性水平，波动也随之放大，水已涨，待船高，配置机会明显。下一阶段，我们需要重点跟踪国内外政策脉络，交易预期波动和效果兑现，但这毕竟要经过漫长的预期交易阶段，猜方向的性价比可能不如提仓位。

图 35：转债仍被低估



## 5.2.行业及个券配置：兼配消费与科技，关注化债传导路径

在把握好仓位以及价位结构的前提下，考虑到权益板块轮动较快以及转债缺乏行业龙头品种，我们可以适当在一些利好支撑的板块增加仓位暴露，但不建议在当前阶段过度博弈某一板块的机会。因此，我们本文仅列示中短期内值得关注的行业及个券，后续可等待市场主线的明晰再进行着重配置。

其一，我们综合当前市场环境以及行业配置逻辑，列示了短期内值得重点关注的十大标的。

表 7：短期内值得关注的十大转债（2024/11/29）

名称	主体评级	债券余额 (亿元)	收盘价(元)	转股溢价率	相关产品或业务
科利转债	AA	15.34	112.50	58.71%	公司 28 年持续深耕各类精密结构件，广泛应用于汽车及新能源汽车、动力电池、便携式通讯电子产品、电动工具、储能电站等众多领域，客户包括 CATL、中创新航、特斯拉、松下、Northvolt、LG、三星、亿纬锂能、欣旺达等。
神码转债	AA	13.39	124.72	17.67%	公司为 IT 分销龙头，拥有丰富的 IT 厂商资源与全面的 IT 分销渠道合作伙伴。公司自有品牌产品主要包括神州鲲泰通用服务器和人工智能服务器、DCN 网络产品。同时，公司持续加大 AI 领域研发投入，神州问学新增 16 款主流大语言模型。
保隆转债	AA	13.90	119.00	22.19%	公司致力于汽车智能化和轻量化产品的研发、制造和销售，主要产品有汽车轮胎压力监测系统 (TPMS)、车用传感器 (压力、光雨量等)、智能驾驶产品 (车载摄像头、车载雷达等) 等，主要客户包括全球和国内主要的整车企业如丰田、大众、奥迪、保时捷等。
武进转债	AA	3.10	117.55	42.84%	公司的主要产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等，产品主要应用于石油、化工、天然气、电力设备制造以及机械设备制造等行业。
杭银转债	AAA	141.92	125.70	0.83%	公司为位于杭州的城商行品种，业务布局辐射长三角、环渤海和珠三角等发达经济圈，不良贷款率和拨备覆盖率均处于行业领先水平。

东材转债	AA	14.00	110.99	55.89%	公司以新型绝缘材料为基础，重点发展光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等系列产品，可广泛应用于发电设备、特高压输变电、智能电网、新能源汽车等领域。
豪鹏转债	AA-	11.00	119.66	26.57%	公司深耕消费类电池，具备自身电芯加PACK一体化、锂电和镍氢产品一站式服务的优势，与惠普、索尼、谷歌、大疆、戴尔、微软、小米、iRobot等客户形成战略合作关系。
药石转债	AA	11.47	122.65	16.92%	公司核心业务主要包括分子砌块的研发/工艺和生产、基于分子砌块的CDMO和基于砌块的药物发现三大板块。公司长期合作的客户包括礼来、诺华、默克、艾伯维、勃林格殷格翰、福泰制药、Blueprint、Agiost等全球知名的大型跨国制药和生物技术企业。
利民转债	AA	9.79	118.00	11.59%	公司主要产品包括农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂以及兽药驱虫、治疗呼吸道、肠道疾病及饲料添加剂产品。
博 23 转债	AA	15.79	126.74	5.01%	公司致力于高性能、高精度有色合金板带、棒材、线材新材料的研发、生产和销售，在国内有色特殊合金材料行业处于引领者的地位。此外，英伟达发布 GB200 NVL 72 机柜内部采用 NVLink 全互连，具有 5000 根 NVLink 铜缆，与公司业务相关度较高。

资料来源：WIND，各公司公告，华西证券研究所

其二，存量房贷利率下调，大消费品种，尤其是筹码结构相对较好的标的，值得重点关注。924 新政提及要降低存量房贷利率至新发放贷款利率附近，此前受制于还贷压力的消费需求或将得到部分释放，汽车、美容护理、食品饮料值得重点关注。同时，结合以旧换新以及地产风险缓释的政策导向来看，家电、轻工转债也具有一定关注价值。此外，其他消费板块，如纺织服装、消费电子类标的也可适当关注。

表 8：存量房贷利率下调，大消费品种，尤其是筹码结构相对较好的标的，值得重点关注（2024/11/29）

转债名称	主体评级	债券余额 (亿元)	绝对价格	转股溢价率	纯债溢价率	相关产品
<b>汽车</b>						
长汽转债	AAA	34.95	109.61	65.96%	5.49%	产品主要涵盖 SUV、轿车、皮卡、MPV 四大品类，拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克、长城皮卡等品牌
爱玛转债	AA	20.00	120.53	26.06%	16.58%	电动自行车、电动轻便摩托车、电动摩托车
爱迪转债	AA	15.70	117.44	32.43%	13.33%	汽车零部件：汽车用铝合金、锌合金精密压铸件，主要产品包括雨刮系统、动力系统、底盘系统等
博俊转债	A+	2.48	139.20	8.32%	53.14%	汽车零部件：精密零部件、精密模具
银轮转债	AA	5.06	179.80	5.69%	67.86%	汽车零部件：油、水、气、冷媒间的热交换器、汽车空调等热管理产品以及后处理排气系统相关产品
<b>美容护理</b>						
珀莱转债	AA	7.51	127.05	34.97%	13.94%	化妆品，公司自有品牌覆盖大众精致护肤、彩妆、洗护、高功效护肤等美妆领域
水羊转债	A+	6.95	119.00	20.60%	25.52%	化妆品，品类覆盖面膜、水乳霜膏、彩妆、个护清洁等化妆品领域
科思转债	AA-	7.19	123.78	16.14%	20.72%	防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等
<b>食品饮料</b>						
天润转债	AA	9.90	128.51	8.18%	30.72%	乳制品及乳饮料
李子转债	AA	6.00	106.80	83.28%	2.39%	含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料及其他等
洽洽转债	AA	13.40	113.34	111.63%	1.11%	坚果炒货类休闲食品
伊力转债	AA	2.43	128.56	9.41%	17.55%	白酒的生产、研发和销售
永 02 转债	AA-	6.10	114.90	27.09%	11.00%	公司具备食品（牛奶、饮料、啤酒、糕点、糖果等）智能包装生产线
<b>家用电器</b>						
华翔转债	AA-	8.00	124.10	11.09%	14.45%	压缩机零部件（用于空调、冰箱等白色家电）
火星转债	AA-	5.29	107.20	128.92%	1.85%	新型厨房电器产品，主要包括集成灶、集成洗碗机、集成水槽等
小熊转债	AA-	5.04	116.34	40.83%	10.03%	创意小家电产品：厨房电器（锅煲、电热等），生活小家电，其他小家电（个护、母婴）
<b>轻工制造</b>						

好客转债	AA	6.03	109.21	59.40%	0.65%	全屋家居定制，主要产品包括整体衣柜、整体衣帽间、整体书柜、整体电视柜等
松霖转债	AA	3.07	132.37	3.30%	24.15%	厨卫健康品、美容健康品和新兴智能健康品，包括淋浴器、花洒、SPA 美容花洒、美容仪等
欧 22 转债	AA	20.00	108.88	82.91%	2.34%	全屋家居产品定制，覆盖整体厨房、整体衣柜（全屋定制）、整体卫浴、定制木门系统等
家联转债	AA-	7.50	112.66	17.69%	13.70%	塑料制品、生物全降解材料等，主要产品包括刀叉勺、杯碗盘、吸管、纸制品等
<b>纺织&amp;长丝</b>						
凤 21 转债	AA	25.00	111.85	61.81%	2.21%	民用涤纶长丝和涤纶短纤，下游包括纺织、服装等
聚合转债	AA-	2.04	124.30	23.33%	15.57%	尼龙新材料：纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片，下游包括服装、面料等
开润转债	A+	2.22	118.58	38.32%	6.61%	休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件
鲁泰转债	AA+	14.00	110.30	40.56%	0.49%	面料、衬衣，拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的完整产业链
<b>商贸零售</b>						
家悦转债	AA	6.45	113.84	35.14%	5.18%	超市连锁，以综合超市、社区生鲜食品超市、乡村超市为主要业态

资料来源：WIND，各公司公告，华西证券研究所

其三，主题催化下的重点板块存量标的同样具有一定博弈价值，主要包括 AI 品种（神码转债、博 23 转债等）、机器人（拓普转债、科利转债、豪 24 转债），同时需要注意的是大多数标的的交易难度不低。

表 9：主题催化下的重点行业存量标的（2024/11/29）

名称	主体信用评级	债券余额（亿元）	收盘价（元）	转股溢价率	相关产品或服务
<b>AI</b>					
领益转债	AA+	21.37	-	-	公司属于 AI 终端硬件制造平台，主要从事精密功能件、结构件、模组及充电器等业务，产品主要应用于 AI 终端设备及通讯、汽车、光伏储能等行业。
神码转债	AA	13.39	124.72	17.67%	公司 AI 服务器适配了多种国产 GPU 技术路线，已具备批量交付的能力。公司发布“神州问学 AI 原生赋能平台”，为更多 AI 着陆的场景赋能，帮助企业降低大模型落地使用的技术门槛。
博 23 转债	AA	15.79	126.74	5.01%	公司所生产的有色金属特殊合金材料主要应用于新能源汽车、半导体、AI 人工智能等行业。
奥飞转债	A+	4.86	132.99	3.17%	公司是专业的数据中心业务运营商和通信综合运营企业，是专业的云计算与大数据应用基础服务提供商，可为客户开展 AIGC 业务提供稳定可靠的算力支持。
润达转债	AA	2.35	164.16	14.36%	公司与华为云计算技术有限公司在上海正式签署全面战略合作协议，基于华为云平台打造面向医疗领域的 AI 大模型，实现智慧医疗服务。
烽火转债	AAA	30.88	114.29	41.38%	公司开发烽火通信金融大模型，旨在为金融机构提供精准的市场分析、风险评估及策略制定。
景 23 转债	AA	11.54	125.96	24.25%	在 AI 服务器领域，公司成功开拓了软板和软硬结合板在数据中心的应用产品，同时在高阶 HDI、高多层 PTFE 板等产品上实现了重大突破。
中贝转债	A+	5.17	122.49	16.51%	公司算力业务为人工智能相关企业提供稳定高效的智算算力服务，积极推动以大模型为驱动的人工智能在医疗、司法、交通与新能源等领域的行业应用。
精测转 2	AA-	12.76	129.70	18.26%	AIPC 和 AI 手机会带来 OLED 模组增量
风语转债	AA-	5.00	108.84	76.85%	公司是文心一言的首批生态合作伙伴，与百度签署战略合作协议共同探索并推进 AIGC 在文字、图片、音视频以及虚拟人等 3D 内容场景的模型训练、落地应用和模型优化。
金现转债	A+	2.03	121.15	29.15%	公司依托在 AI 方面的技术积累，积极探索 AI 在电力业务场景中的应用，目前已成功推出智能文档审核、智能问答等创新性解决方案。

低空经济						
广联转债	A+	7.00	120.99	20.57%	公司专业从事航空工业相关产品研发、制造，并积极开拓航空航天零部件业务，产品覆盖军用和民用航空工业领域。	
广泰转债	AA-	6.93	130.00	4.84%	公司是一家集无人飞行器、空港地面设备、军工产业、等产业于一体的多元化上市集团，是工业级智能无人飞行器研发、制造与服务的专业公司。	
华设转债	AA	4.00	127.30	9.50%	公司在交通和城市建设领域提供全国领先的数字化整体解决方案，业务主要包括公路、桥梁、水运、航空、市政、水利、建筑等领域。	
信测转债	AA-	5.45	122.00	39.99%	公司可为低空无人机整机及零部件提供包括电磁兼容、环境耐候，功能可靠性，电池系统，材料性能方面的检测和认证服务。	
湘泵转债	AA-	3.81	159.22	0.09%	公司是国内发动机润滑冷却泵类领域的龙头企业，主要产品包括发动机泵类、变速箱油泵、电子泵类产品等，同时从事智能控制系统研发、生产及销售。	
机器人						
拓普转债	AA+	25.00	125.45	15.28%	公司运动执行器包括旋转执行器和直线执行器，是人形机器人的核心部件之一。	
豪 24 转债	AA-	5.50	145.51	1.63%	公司“智能制造核心零部件项目”旨在建设新能源汽车行星减速机构零件、高精密工业行星减速机产线，并布局机器人用高精密减速机及关节驱动总成等相关领域。	
科利转债	AA	15.34	112.50	58.71%	公司设立控股子公司，拓展在人形机器人结构件方面的业务。	
精锻转债	AA-	9.80	116.59	55.45%	公司齿轮类零件和轻量化零件等可以用于机器人产业。	
博实转债	AA	4.50	127.90	18.53%	公司主营产品是智能制造装备及智能工厂整体解决方案，以及根植于智能制造装备相关领域的工业服务。	

资料来源：WIND，各公司公告，华西证券研究所

其四，考虑到 10 月 12 日国新办发布会上，化债作为财政明确发力方向，且发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，**银行板块**具有较高配置价值，如**杭银转债、成银转债**等。此外，部分 To G 业务占比较高的建筑、环保品种也可适当关注。

表 10：化债有序推进，To G 业务占比较高的品种值得关注（2024/11/29）

转债名称	主体评级	债券余额 (亿元)	绝对价格	转股溢价率	纯债溢价率	YTM	主营业务
<b>银行</b>							
齐鲁转债	AAA	66.05	117.00	19.96%	11.76%	-0.66%	人民币业务、外汇业务及经国务院银行业监督管理机构等审批机关核准的其他业务。
成银转债	AAA	37.59	130.18	0.01%	25.83%	-4.96%	银行业务；外汇业务；结汇、售汇业务；公募证券投资基金销售；证券投资基金托管。
杭银转债	AAA	141.92	125.70	0.83%	18.59%	-5.28%	杭州城商行品种，业务布局辐射长三角、环渤海和珠三角等发达经济圈。
<b>建筑</b>							
建工转债	AA+	12.65	113.39	37.30%	-0.37%	2.41%	公司主营业务涉及公共与民用房屋建筑施工、机电安装工程施工、建筑装饰装修等；
山路转债	AAA	48.36	111.10	36.64%	8.50%	0.25%	公司主营业务涉及路桥综合、市政工程、产业园区、轨交、钢结构、水环境治理等领域。
<b>环保</b>							
侨银转债	AA-	4.20	118.75	114.40%	-4.49%	5.79%	公司是全国领先的人居环境综合提升服务商和中国城市管理服务领军企业。
盈峰转债	AA+	14.76	108.00	68.76%	0.48%	1.82%	公司产品覆盖清扫保洁装备、垃圾收转运设备、垃圾压缩站装备、餐厨厨余垃圾资源化利用装备、市政园林装备、应急除冰雪装备等。
绿茵转债	AA-	4.28	103.80	60.82%	-4.01%	5.19%	公司主营业务涉及生态修复、绿地维护、文旅运营及林业经济四大业务板块。

资料来源：WIND，各公司公告，华西证券研究所

## 6.风险提示

美联储政策存在不确定性，影响全球市场需求。若权益市场风格加速轮动，偏股型转债估值可能受到大幅影响。若转债市场规则出现超预期调整，转债市场整体规模或者活跃度可能受到影响。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。