



中信证券研究部

核心观点



明明
中信证券首席经济学家
S1010517100001



李晗
信用债首席分析师
S1010517030002



徐焯烽
信用债分析师
S1010521050002

常规的信用债市场通常以发行人主体资质作为投资标准，而近年来舆情案例错综复杂，叠加机构投资者谨慎保守的风格愈发显著，“借助外力”似乎成为市场青睐的选择。在当前优质资产欠缺的背景下，投资者开始选择下沉资质挖掘收益，担保可以为债券发行增加信用保障，因此担保机制也提供新的配置思路。本文通过梳理存量担保城投债的特点，从不同维度重申担保机制，最后以不同地区和担保公司视角、以及辩证视角提出担保城投债的配置思路。

■ **我们该如何定义担保？**担保是指企业作为担保人按照公平、自愿、互利的原则与债权人约定，当债务人不履行债务时，依照法律规定和合同约定承担相应法律责任的行为。担保业务可以分为融资性担保和非融资性担保，融资担保指担保人为被担保人借款、发行债券等债务融资行为提供担保；非融资担保业务则是上述融资担保业务以外的其他担保业务。以担保形式来分，担保业务还可分为直接担保、再担保和反担保。

■ **存量担保城投债有哪些特点？**截至 2023 年 4 月 26 日，具有担保的存量城投债规模合计 2.32 万亿，占存量城投债之比为 16.83%，其中由专业担保公司进行担保的城投债存量规模合计 8342 亿元，占所有担保城投债之比为 35.94%。评级角度，存量主体以 AA 级为主。而债项评级集中在 AAA 级，担保效益明显。存量担保城投债票面利率集中在 4%-7%，而估值收益率整体低于票面利率。存量债券地区集中度较高，存量规模前三的江苏、四川和湖南存续规模占比近一半，行政等级角度看，存量债券主要集中在区县级。

■ **担保效益可以一视同仁吗？**通过对同一主体存续担保城投债的分析，可以得知同一平台的存续城投债市场认可度也受担保公司担保效益的影响，不应担保债券一视同仁，也应注重担保公司自身的担保效益。除此之外，担保债券利差也受担保效益不同的影响。基于此可以初步将担保公司的担保效益进行如下排序：省级以上担保公司>地方融资平台所处省的省级担保公司>外省的省级担保公司>地方融资平台所处地级市（区县）的担保公司等。

■ **不同视角下的担保城投债配置策略：**

■ **担保机制为资质下沉“保驾护航”。**由于存量担保城投债主要集中于地市、区县级平台，因此担保城投债的收益挖掘带有一定资质下沉之意。对部分资质欠佳地区，挖掘担保收益略显激进，且担保机制反而会缩减这些地区城投债的收益空间，使得配置略显鸡肋。然而对于高资质地区，担保机制提升了其下辖的弱行政等级平台的收益挖掘空间。因此对于更为谨慎的投资者，可以关注广东、浙江等地区存量担保城投债投资机会，而对于更倾向收益挖掘的投资者，可以关注四川、湖南、湖北等第二梯队城投市场的存量担保债券配置机会。

■ **担保效益分化提供不同安全边际。**基于此，可以关注中债增等省级以上平台所担保城投债的配置价值，除此以外，江苏再担保、湖北担保等省级担保公司所担保的本省城投债通常也会相应提升安全边际，存在收益空间。

■ **辩证视角下挖掘担保城投债配置价值。**通过合理运用担保公司担保效益有所分化的前提，可以判断担保城投债实质性的投资价值。对于优质的地方融资平台，以其最高等级担保公司所担保债券为标准，其余“较弱资质担保公司”所担保债券的估值偏高空间即为可挖掘的收益空间。在此视角下，较弱资质担保公司所担保的优质融资平台所发行的存续债券有稳定性较高的配置价值。

■ **风险因素：**信用违约风险频发；货币政策、财政政策超预期；担保城投债统计口径出现偏差。

目录

担保行业概览	4
担保业务介绍	4
担保行业发展阶段	5
担保行业政策梳理	6
存量融资担保城投债一览	7
多维度看担保	11
监管加强限制担而不保	11
担保效益可以一视同仁吗?	12
投资策略	14
地区视角寻收益	14
担保公司视角寻收益	15
辩证视角寻收益	16
风险因素	16
资金面市场回顾	16
可转债市场回顾及观点	18
可转债市场回顾	18
可转债市场周观点	18
风险因素	19

插图目录

图 1: 担保业务分类	4
图 2: 我国担保行业发展阶段	6
图 3: 存量担保城投债主体评级分布	8
图 4: 存量担保城投债债项评级分布	8
图 5: 担保城投债评级提升幅度明细 (亿元, 只)	9
图 6: 存量担保城投债发行利率分布 (亿元, 只)	9
图 7: 存量担保城投债估值收益率分布 (亿元, 只)	9
图 8: 不同地区存量担保城投债规模及发行利率 (亿元)	10
图 9: 前十存量担保城投债规模的担保公司明细 (亿元)	11
图 10: 地方融资平台 A 其中三只存续债券利差走势 (bps)	14
图 11: 地方融资平台 B 存续三只债券利差走势 (bps)	14
图 12: 2021 年 5 月 18 日至 2023 年 5 月 18 日公开市场操作和到期监控 (亿元)	17
图 13: 2017 年 1 月 1 日至 2023 年 5 月 18 日流动性投放和回笼统计 (亿元)	17
图 14: 2023 年 5 月 18 日人民币对各币种汇率当前值相对于前一日值变化百分比	18

表格目录

表 1: 担保行业相关政策梳理.....	6
表 2: 不同地区不同行政等级存量担保城投债规模（亿元）.....	10
表 3: 湖南省某地方融资平台 A 存续担保城投债明细（亿元）.....	12
表 4: 江苏省某地方融资平台 B 存续担保城投债明细（亿元）.....	13
表 5: 不同地区城投债担保后平均估值变化（bps）.....	14
表 6: 存续转债列表.....	19

■ 担保行业概览

担保业务介绍

担保是指企业作为担保人按照公平、自愿、互利的原则与债权人约定，当债务人不履行债务时，依照法律规定和合同协议承担相应法律责任的行为。担保制度可以一定程度降低债权人的贷款风险，也有利于促进市场融资的形成，保障稳定的资金供需关系。具体来看，担保业务可以分为融资性担保和非融资性担保。

融资担保指担保人为被担保人借款、发行债券等债务融资行为提供担保。具体业务包括借款类担保业务、发行债券担保业务和其他融资担保业务。非融资担保业务则是上述融资担保业务以外的其他担保业务，包含投标担保、工程履约担保和诉讼保全担保等。

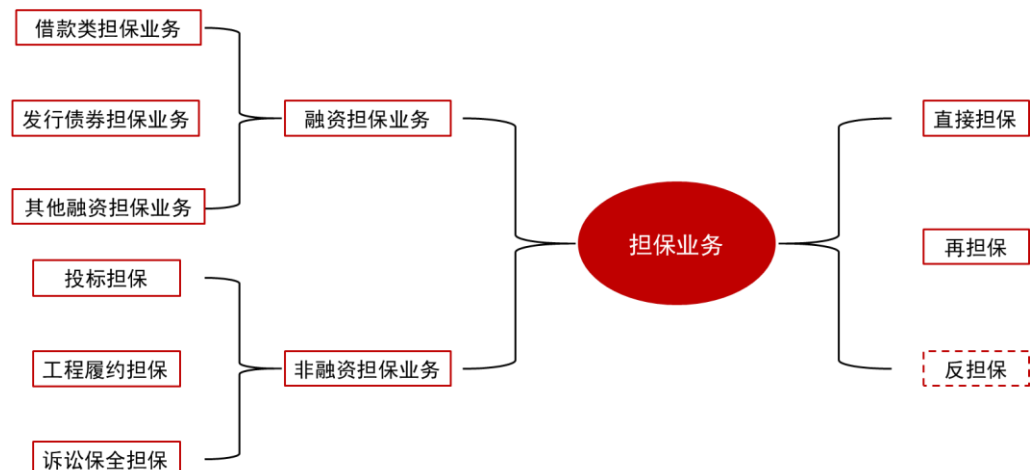
以担保形式来分，担保业务也可分为直接担保、再担保和反担保。

直接担保是指为主合同之债而设立的担保，当债务人不履行债务时，担保人按照与债权人的约定履行债务或承担责任的行为。直接担保也是最为普遍的担保行为，也可以分为直接融资担保和直接非融资担保。

再担保即当担保人不能承担担保责任时，再担保人按合同约定向债权人履行债务或承担责任的行为。再担保是基于担保制度衍生出的一种特殊的担保形式，可以更好的保障债权的实现。

反担保是指债务人对为自己债权人提供担保的第三方提供的担保。简而言之，反担保就是担保的担保，是为保障债务人之外的担保人将来承担担保责任后对债务人的追偿权的实现而设定的担保，其中债务人与第三方之间的关系即简单的担保关系。

图 1：担保业务分类



资料来源：财政部官网，中国政府网，中信证券研究部

担保行业发展阶段

第一阶段：起步期（1993年-1998年）。1993年，在国务院的批准下，由财政部和国家经贸委共同发起设立了中国第一家全国性担保公司——中国经济技术投资担保有限公司（现更名为中国投融资担保股份有限公司）。1994年，首家地方政府设立的担保公司——深圳高新技术投资担保有限公司成立，此后不断有地方性担保公司涌出，中国的担保行业进入起步阶段。

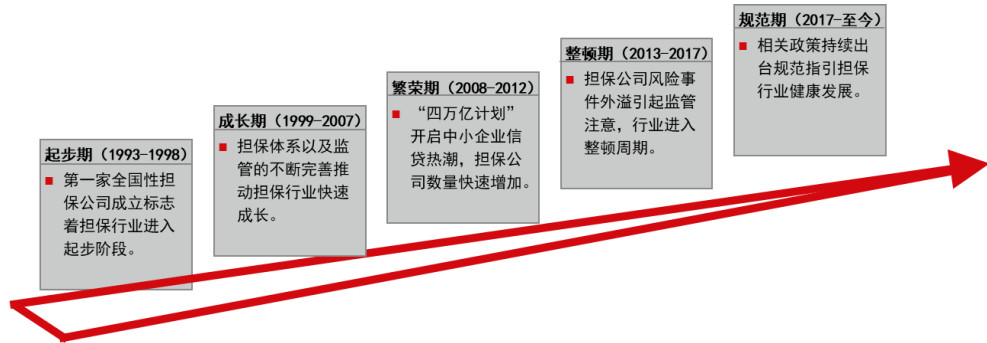
第二阶段：成长期（1999年-2007年）。1999年6月，原国家经贸委发布《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》，明确了中小企业信用担保体系以及中小企业信用担保机构形式、担保对象和担保种类。2005年，银监会提出了“六项机制”建设目标和“两个不低于”的监管要求，银行中小微信贷专营体系逐步开始建立，推动了担保公司进入快速发展的成长期。

第三阶段：繁荣期（2008年-2012年）。2008年金融危机全面爆发，政府开启了“四万亿计划”，大量资金涌入市场，开启了第一波中小企业信贷的发展，我国担保公司的数量也快速上涨。在此期间，2010年3月，银监会等七部委发布《融资性担保公司管理暂行办法》，初步构建了对担保机构的监管框架。截至2012年末，我国信用担保机构数量达到8590家。

第四阶段：整顿期（2013年-2017年）。2012年前后，部分担保公司由于主营担保业务盈利有限，于是开始了改变资金用途等违规操作，多家担保公司也发生风险事件，也因此引起了监管的重视。2013年12月，八部门联合发布《关于清理规范非融资性担保公司的通知》，要求各地区对辖区内非融资性担保公司进行一次集中清理规范，以维持市场秩序。在持续数年的整顿阶段，担保机构的数量也快速下降。

第五阶段：规范期（2017年-至今）。2017年以来，国家多次发布相关政策来对担保行业进行规范引导。2017年8月，国务院正式公布了《融资担保公司监督管理条例》，明确了监管部门的主要职责，规定了具体监管措施和融资担保公司应当遵守的监管要求，使得国家对担保行业的法律监管上升到了法规层面。2018年银保监会发布《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度以及融资担保基金的成立，均标志着我国担保行业向着更为规范的方向发展。

图 2：我国担保行业发展阶段



资料来源：中国政府网，中信证券研究部

担保行业政策梳理

担保行业的发展离不开政策的指引。自第一家全国性担保公司成立以来，我国担保行业就开始“摸爬滚打”，为了规范担保行业的合理发展，国家也不断地推出政策指引。1995年，《中华人民共和国担保法》的发布代表着担保行业首次有明文规定。1999年，《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》规范了信用担保体系的组成及其业务构成。2009年，《关于进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》建立了融资性担保业务监管部际联席会议，初步构建起我国担保行业的监管体系。2010年，《融资性担保公司管理暂行办法》明确了有关担保责任余额等的规范方法，进一步完善监管体系。2017年，《融资担保公司监督管理条例》以及后续2018年的四项配套制度提出融资担保公司设立的各项条件，规范融资担保公司的行为，监管体系进一步优化。2019年，《关于印发融资性担保公司监督管理补充规定的通知》要求从严规范融资担保业务牌照管理，做好融资担保名称规范管理工作，担保行业监管体系趋于成熟。

担保行业政策强调“支小支农”。2015年，《关于促进融资担保行业快速发展的意见》引导融资担保机构回归支小支农，指出发挥政府支持作用，提高融资担保机构服务小微和“三农”融资的能力。2019年，《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》明确要坚持聚焦支小支农融资担保业务，切实降低小微企业和“三农”综合融资成本。2020年，《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》提出担保机构业绩评价要与其“支小支农”工作相关联。2022年，《关于2022年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》再次强调担保机构应为小微企业、个体工商户提供信贷支持。

表 1：担保行业相关政策梳理

文件	时间	部门	主要内容
《中华人民共和国担保法》	1995	全国人大常委会	对融资担保的担保方式、担保条件、担保责任等作出具体规定，并规范担保主体
《中小企业融资管理办法》	1998	中国人民银行	在贷款企业没有足额抵押物的情况下，必须通过第三方提供担保，银行才能向贷款企业发放贷款
《关于建立中小企业信用担保体系试点的指导意见》	1999	国家经贸委	规范中小企业信用担保体系由城市、省、国家三级机构组成，其业务由担保与再担保两部分组成，担保以地市为基础，再担保以省为基础

文件	时间	部门	主要内容
《关于加强对商业银行开展融资类担保业务风险管理的通知》	2003	发改委、财政部、中国人民银行等	建立健全担保机构的风险补偿机制，完善担保机构税收优惠等支持政策，推进担保机构与金融机构的互利合作，切实为担保机构开展业务创造有利条件，加强对担保机构的指导和服务
《关于加强中小企业信用担保体系建设意见的通知》	2006	国家经贸委	加快担保体系建设，完善担保机构准入制度，探索组建国家级再担保机构，同时推动企业互助担保与商业担保的发展
《关于进一步明确融资性担保业务监管职责的通知》	2009	国务院办公厅	建立融资性担保业务监管部际联席会议，负责研究制订促进融资性担保业务发展的政策措施，拟定融资性担保业务监督管理制度，指导地方人民政府对融资性担保业务进行监管和风险处置
《融资性担保公司管理暂行办法》	2010	银监会、发改委等七部委	融资性担保公司对单个被担保人提供的融资性担保责任余额不得超过净资产的 10%，对单个被担保人及其关联方提供的融资性担保责任余额不得超过净资产的 15%，对单个被担保人债券发行提供的担保责任余额不得超过净资产的 30%。
《中小企业信用担保资金管理暂行办法》	2010	财政部、工信部	为规范和加强中小企业信用担保资金管理，提高资金使用效率，明确中小企业信用担保资金有中央财政预算安排，财务业务补助、保费补助、资本金投入三种方式
《关于促进融资性担保行业规范发展意见》	2011	银监会、发改委等部委	在《融资性担保公司管理暂行办法》的基础上，协调配套的融资性担保法规制度体系
《关于清理规范非融资性担保公司的通知》	2014	银监会、发改委等部委	清理规范公司名称中含有“担保”，却未取得融资性担保机构经营许可证的非融资性担保公司
《关于促进融资担保行业快速发展的意见》	2015	国务院	引导融资担保机构回归支小支农，指出发挥政府支持作用，提高融资担保机构服务小微和“三农”融资的能力
《融资担保公司监督管理条例》	2017	国务院	明确融资担保公司设立的各项条件，支持普惠金融发展，规范融资担保公司的行为，防范风险
《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度	2018	银保监会、发改委等七部委	制定了四项配套制度，并分别在业务经营许可证、担保责任余额计算方法等方面做出明确指引
《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》	2019	国务院	明确要坚持聚焦支小支农融资担保业务，切实降低小微企业和“三农”综合融资成本
《关于印发融资性担保公司监督管理补充规定的通知》	2019	银保监会	要求从严规范融资担保业务牌照管理，做好融资担保名称规范管理工作，明确关于《融资担保责任余额计量方法》的补充规定
《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》	2020	财政部	明确融资担保公司的评价指标与分值，具体包括政策效益指标、经营能力指标、风险控制指标和体系建设指标
《关于加强地方财政部门对中小企业信用担保机构财务管理和政策支持若干问题的通知》	2021	财政部	规范中小企业信用担保机构财务行为，加强各级财政部门对中小企业信用担保机构的财务监管，控制担保风险
《关于 2022 年进一步强化金融支持小微企业发展工作的通知》	2022	银保监会	支持银行业金融机构与国家融资担保基金及其合作担保机构有序开展总对总的“见贷即保”批量担保业务，为小微企业、个体工商户提供信贷支持，合理分担贷款风险

资料来源：中国政府网，财政部官网，中信证券研究部

■ 存量融资担保城投债一览

截至 2023 年 4 月 26 日，主要口径下信用债具有担保的存量规模为 2.77 万亿，其中具有担保的存量城投债规模合计 2.32 万亿，占比为 83.76%。而担保城投债占存量城投债之比为 16.83%，其中由专业担保公司进行担保的城投债存量规模合计 8342 亿元，占所有担保城投债之比为 35.94%。

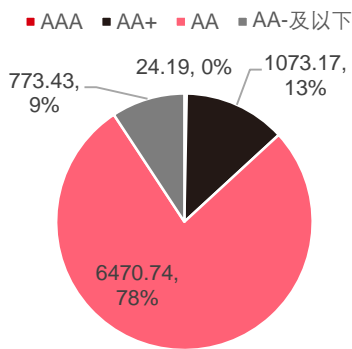
本文将将以由专业担保公司进行担保的存量城投债为研究对象（下称“存量担保城投

债”)，探究存量债券的地域分布、评级等方面特点。

存量担保城投债发行主体评级以 AA 级为主。部分资质较差、主体评级偏低的地方融资平台需要通过担保的方式来提升所发行债券资质，降低融资难度，而高等级融资平台则通常无需通过担保来增加融资便利性，担保的目的性使得存量担保城投债发行主体评级特点鲜明。具体来看，截至 2023 年 4 月 26 日（下同），存量担保城投债主体评级为 AA 级的债券规模约 6471 亿元，占存量规模之比为 78%，AA 级地方融资平台为进行担保的主力。作为对比，存量担保城投债中，主体评级为 AAA 级的存量规模仅为 24 亿元，佐证了高等级地方融资平台通过担保来进行融资的必要性较低。

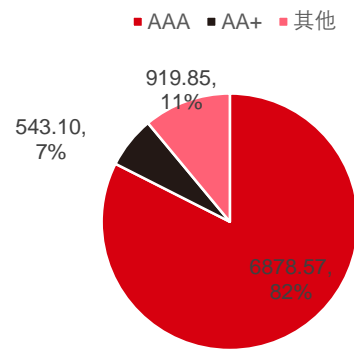
存量担保城投债债项评级以 AAA 级为主。担保的目的在于提高债项资质，方便融资，因此整体来看经担保后的城投债评级普遍更高。存量担保城投债中，债项评级为 AAA 的债券余额约 6879 亿元，占比高达 82%，明显高于 AAA 级主体占比；债项评级为 AA+ 的债券余额约 541 亿元，AA+及以上占比近 90%。

图 3：存量担保城投债主体评级分布



资料来源：Wind，中信证券研究部；截至 2023 年 4 月 26 日

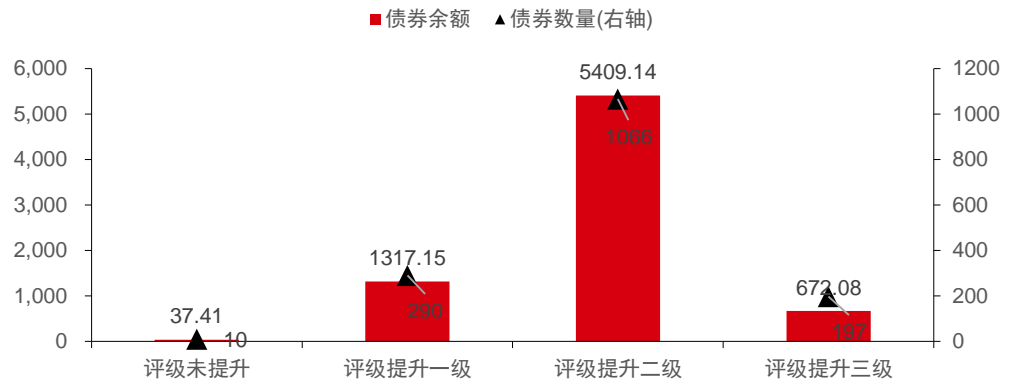
图 4：存量担保城投债债项评级分布



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：其他包括债项评级为 AA 及以下的债项和无债项评级的债项，截至 2023 年 4 月 26 日

担保公司进行担保后债项评级通常均有明显的提升。筛去无债项评级的存量担保城投债后，进而对债项评级和主体评级进行对比，将存续担保债评级提升幅度分为四类（评级未提升、评级提升一级、评级提升二级和评级提升三级），可以发现，未有担保债券的债项评级低于主体评级，且债项评级未出现提升的存量规模仅 37 亿元，占比不足 1%；值得注意的是，评级提升二级的存量担保城投债规模高的 5409 亿元，占比约 73%，进一步佐证了通过担保提升债项资质评级的效益较高。

图 5：担保城投债评级提升幅度明细（亿元，只）

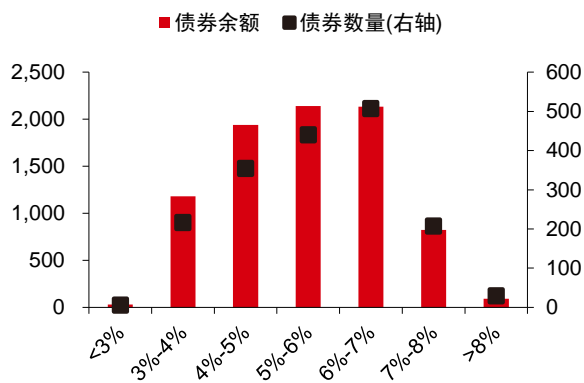


资料来源：Wind，中信证券研究部；注：主体评级为 AA- 及以下的主体均统计为 AA-；若担保后债项评级与主体评级相同则分类为“资质未提升”，若主体评级为 AA 级的主体所发行的担保城投债评级为 AA+ 则分类为“资质提升一级”，若所发行担保城投债评级为 AAA 则分类为“资质提升二级”，以此类推进行分类

存量担保城投债票面利率集中在 4%-7%。具体来看，存量担保城投债中，当前票面利率在 4%-5% 区间的存量规模合计 1938 亿元，共 354 只；票面利率在 5%-6% 区间的存量规模合计 2140 亿元，共 440 只；票面利率在 6%-7% 区间的存量规模合计 2135 亿元，共 507 只。整体来看，票面利率在 4%-7% 区间的存量规模合计 6214 亿元，占比高达 75%，票面利率相对较高。

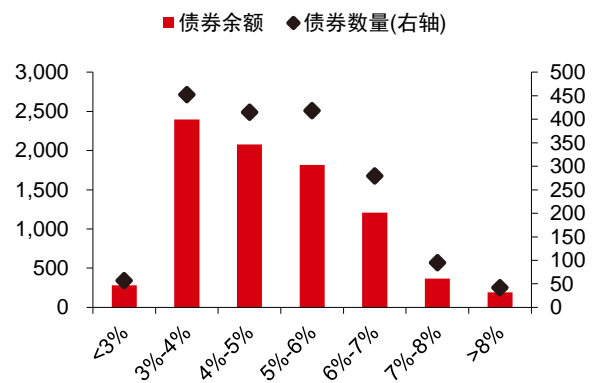
估值收益率整体相较票面利率更低。存量担保城投债中，中债估值收益率在 3%-4% 区间的存量规模合计 2398 亿元，共 452 只；中债估值收益率在 4%-5% 区间的存量规模合计 2077 亿元，共 415 只；中债估值收益率在 5%-6% 区间的存量规模合计 1818 亿元，共 418 只。整体来看，中债估值收益率在 3%-6% 区间的存量规模合计 6294 亿元，占比高达 76%。

图 6：存量担保城投债发行利率分布（亿元，只）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：存量担保城投债估值收益率分布（亿元，只）



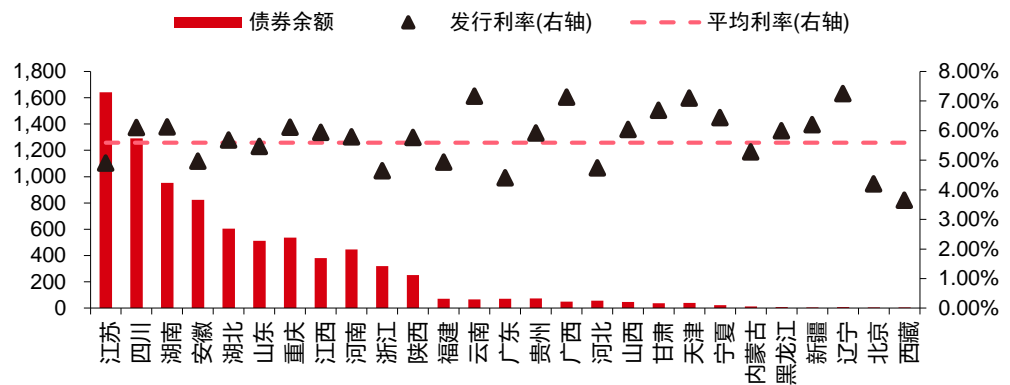
资料来源：Wind，中信证券研究部

存量担保城投债地区集中度较高。江苏省作为城投大省，存续担保城投债规模也位居第一位，存量规模高达 1642 亿元，占比约 20%。四川和湖南存量规模位居二、三位，分

别有 1292 亿元和 952 亿元，占比分别为 15.49%和 11.42%，存量规模前三的地区规模占比近一半，地区集中度较高。

从发行利率的角度看，平均发行利率约 5.6%，存量规模前五的地区中，江苏和安徽明显低于平均发行利率，而四川和湖南发行利率则高于平均。整体来看，资质相对偏弱地区担保城投债发行利率也相对更高，辽宁、广西、云南和天津的担保城投债发行利率在 7% 以上。

图 8：不同地区存量担保城投债规模及发行利率（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

存量担保城投债主要集中在区县级。由于资质相对偏弱的地方融资平台更依赖担保来进行债务融资，因此平台也更集中在区县级，具体来看，区县级存量城投债规模约 5512 亿元，规模占比约 66%，而省级融资平台存量规模仅 137 亿元，占比约 1.64%。分地区来看，资质较高地区的区县级担保城投债占比也相应较高，其中浙江省内区县级担保城投债占比逾 99%。而对于资质相对偏弱地区，其区县级融资平台发行难度过大，担保效益受限，而这些地区的地市级平台则更适合使用担保来进行资质增进，因此也使得区县级担保城投债占比较低。

表 2：不同地区不同行政等级存量担保城投债规模（亿元）

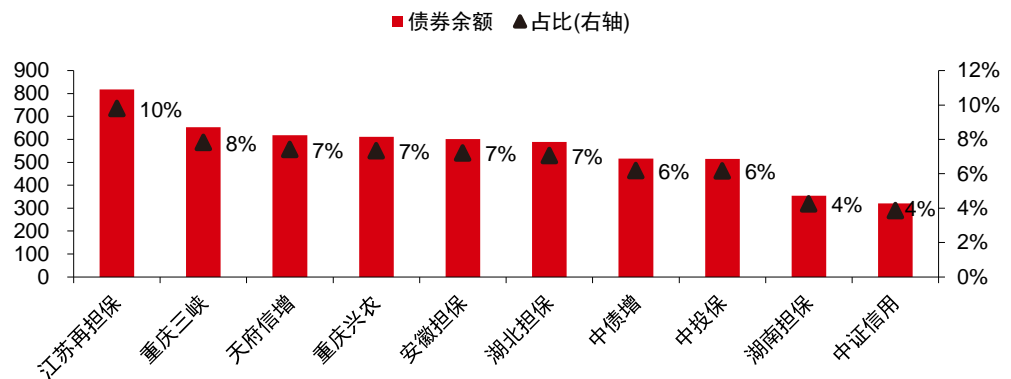
	省	地市	区县	区县占比
江苏	8.00	359.74	1274.34	77.61%
四川	10.00	388.69	893.48	69.15%
湖南	0.00	313.54	638.82	67.08%
安徽	0.00	227.63	595.99	72.36%
湖北	0.00	140.90	463.51	76.69%
重庆	43.90	448.44	45.13	8.40%
山东	23.00	76.06	412.58	80.64%
河南	0.00	205.65	239.86	53.84%
江西	0.00	82.09	298.02	78.40%
浙江	0.00	3.00	317.02	99.06%
陕西	34.08	160.70	55.71	22.24%
贵州	3.00	38.53	33.20	44.43%
福建	0.00	2.00	69.74	97.21%
广东	0.00	22.90	47.80	67.61%
云南	0.00	13.00	53.10	80.33%

	省	地市	区县	区县占比
河北	0.00	45.40	11.00	19.50%
广西	0.00	15.60	34.36	68.78%
山西	0.00	34.90	11.60	24.95%
天津	0.00	40.30	0.00	0.00%
甘肃	8.00	29.88	0.00	0.00%
宁夏	0.00	22.60	0.00	0.00%
内蒙古	0.00	12.00	0.00	0.00%
辽宁	0.00	3.44	4.00	53.76%
黑龙江	0.00	6.00	1.00	14.29%
新疆	0.00	0.00	6.80	100.00%
北京	6.50	0.00	0.00	0.00%
西藏	0.00	0.00	5.00	100.00%
总计	136.48	2693.00	5512.05	66.08%

资料来源：Wind，中信证券研究部

担保公司市场份额占比较为集中。整体来看，存量担保城投债规模前十的担保公司资质均较强，均为省级及以上担保公司，因此也占据了大部分的市场份额，前十担保公司所担保城投债规模占比约 67%，集中度较高。具体来看，江苏再担保受益于江苏省独一档的存量担保城投债规模，其所担保的城投债规模也排在第一，担保规模约 817 亿元，占比为 9.80%，重庆三峡和天赋新增担保规模排在二三位，占比分别为 7.82%和 7.42%。

图 9：前十存量担保城投债规模的担保公司明细（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 多维度看担保

监管加强限制担而不保

早在《融资担保公司监督管理条例》及其四项配套制度等监管政策出台之前，融资担保行业未得到有效监管，且在此前快速发展阶段也暴露出许多舆情问题，担保公司拒绝代偿，担而不保的行为偶有发生。

中海信达所担保债券首次暴雷后拒绝代偿。据 21 世纪经济报道披露，中海信达担保有限公司（简称“中海信达”）所担保的“13 中森债”出现违约后，中海信达却发出声明称“该债由其江苏分公司私自担保，且担保系在分公司注销后发生，因此担保无效”，并

以此理由拒接为其代偿，出现了担而不保的情况。而此后中海信达所担保的债券中又有数只私募债发生违约，反映出公司存在过度激进担保的问题，此后 2015 年中海信达被撤销《融资性担保公司经营许可证》。

海泰担保无力代偿构成实质性代偿违约。天津海泰投资担保有限责任公司（简称“海泰担保”）由于前期公司较为激进的担保风格，使得风险有所积累。此后公司又陷入诉讼纠纷，导致多家合作银行要求提前还贷，使得公司现金流趋紧。据中国证券报披露，在此背景下，公司所担保的“12 津天联”、“12 泰亨债”暴雷后，海泰担保因资金紧张无力代偿。

监管的不断完善限制保障限制担而不保的行为。为确保融资担保公司保持充足代偿能力，《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度对融资担保公司的各级资产比例进行规定。并且规范在银担合作中，担保公司未能在代偿宽限期内代偿的，银行可根据合作协议和保证合同约定，通过仲裁、诉讼等方式强制担保公司代偿，监管的不断完善也很好地限制了担而不保现象的再次发生。

担保效益可以一视同仁吗？

为探究不同级别担保公司对于城投债担保效益的区别，本文挑选湖南省某地方融资平台 A 和江苏省某地方融资平台 B 作为研究对象。

平台 A 为湖南省内区县级地方融资平台，主体等级为 AA，共有 7 只符合条件的存续担保城投债，且分别由所处地级市的担保公司常德财鑫融资担保有限公司、所处省的省级担保公司湖南省融资担保集团有限公司和外省的省级担保公司重庆兴农融资担保集团有限公司所担保。

融资平台所处省的省级担保公司担保效益最为明显。以债项 a3 和债项 a5 为研究对象，a3 由于担保人为所处地级市的担保公司，担保人评级仅为 AA+，所以 a3 债项评级也仅为 AA+，较低的债项等级也使得发行利率相对较高，为 6.30%，当前中债估值收益率也高达 6.57%。作为对比，a5 具有相同的发行期限和接近的发行时间，但其受发行主体所处省的省级担保公司（湖南担保）所担保，担保人评级为 AAA，因此债项 a5 的债项评级也高达 AAA，较高的评级也使得其发行利率相对较低为 5.80%，当前中债估值收益率为 5.07%。继续以债项 a7 为研究对象，其由外省的省级担保公司（重庆兴农）所担保，担保人评级为 AAA，因此债项 a7 的债项评级也高达 AAA，其当前中债估值收益率为 5.60%，介于债项 a3 与 a5 之间。通过对平台 A 存续的三只债券的对比，可以得知融资平台所处省的省级担保公司担保效益好于外省的省级担保公司，而平台所处地级市的担保公司担保效益相对一般。

表 3：湖南省某地方融资平台 A 存续担保城投债明细（亿元）

简称	债券余额	债项评级	发行期限	发行时间	发行利率	估值收益率	担保人	担保人评级
a1	2.00	AA+	7 年	2021-3	6.50%	6.66%	常德财鑫融资担保有限公司	AA+
a2	3.60	AA+	3 年	2021-10	6.50%	6.65%	常德财鑫融资担保有限公司	AA+
a3	5.00	AA+	7 年	2020-11	6.30%	6.57%	常德财鑫融资担保有限公司	AA+
a4	3.00	AAA	3 年	2021-1	6.13%	4.27%	湖南省融资担保集团有限公司	AAA
a5	6.00	AAA	7 年	2020-8	5.80%	5.07%	湖南省融资担保集团有限公司	AAA

简称	债券余额	债项评级	发行期限	发行时间	发行利率	估值收益率	担保人	担保人评级
a6	3.00	AAA	7年	2018-10	7.58%	5.51%	重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA
a7	3.90	AAA	7年	2019-1	6.98%	5.60%	重庆兴农融资担保集团有限公司	AAA

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：估值收益率截至 2023 年 4 月末，下同

平台 B 为江苏省内区县级地方融资平台，主体等级为 AA+，共有 3 只符合条件的存续担保城投债，且分别由所处省的省级再担保公司湖江苏省信用再担保集团有限公司、中国投融资担保股份有限公司、中证信用增进股份有限公司所担保。

省级以上担保公司担保效益更为显著。债项 b1 的担保人为发行主体所处省的省级担保公司江苏再担保，担保人评级为 AAA，因此债项 b1 的债项评级也抬升至 AAA，其发行利率为 4.66%，当前中债估值收益率为 4.07%；债项 b2 的担保人为省级以上担保公司中投保，担保人评级为 AAA，债项 b2 的债项评级也为 AAA，其发行利率为 3.43%，明显低于债项 b1，但受到 2022 年末债市调整的影响，发行利率无参考价值，而其中债估值收益率为 3.76%，小于 b1；债项 b3 的担保人为另一家省级以上担保公司中证信用，其债项评级也为 AAA，因其于 2017 年发行，故发行利率与其余债项相差较大，且剩余期限较短使得当前中债估值收益率也较低，参考意义不大。通过对平台 B 存续的三只债券的对比，可以得知省级以上担保公司的担保效益要优于平台所处省的省级担保公司。

表 4：江苏省某地方融资平台 B 存续担保城投债明细（亿元）

简称	债券余额	债项评级	发行期限	发行时间	发行利率	估值收益率	担保人	担保人评级
b1	10.00	AAA	7年	2023-1	4.66%	4.07%	江苏省信用再担保集团有限公司	AAA
b2	12.00	AAA	7年	2022-11	3.43%	3.76%	中国投融资担保股份有限公司	AAA
b3	5.20	AAA	7年	2017-8	5.25%	2.97%	中证信用增进股份有限公司	AAA

资料来源：Wind，中信证券研究部

同一主体的不同担保公司担保的存续债券利差分化明显。根据前文分析，地方融资平台 A 的其中三只存续担保城投债中，债项 a5 所受的担保效益最高，债项 a7 次之，而债项 a3 的担保效益最低，其效益的差距在也体现在债券利差，2022 年以来三只债券利差分层十分明显，由于担保人担保效益的不同，不同债券利差相差约 70bps。利差分层现象在地方融资平台 B 的存续担保城投债中也适用，根据前文分析得知债项 b1 所受担保效益相对较低，可见得其信用利差确实也明显高于债项 b2 和 b3。

图 10：地方融资平台 A 其中三只存续债券利差走势（bps）

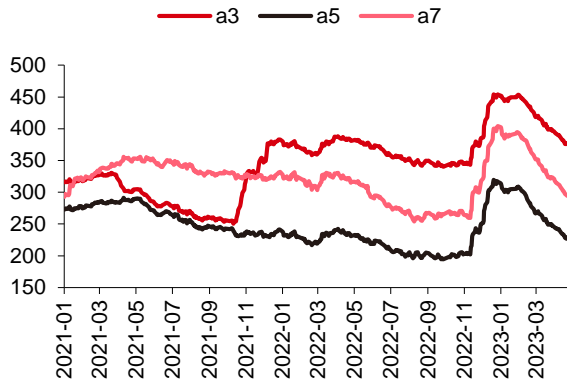
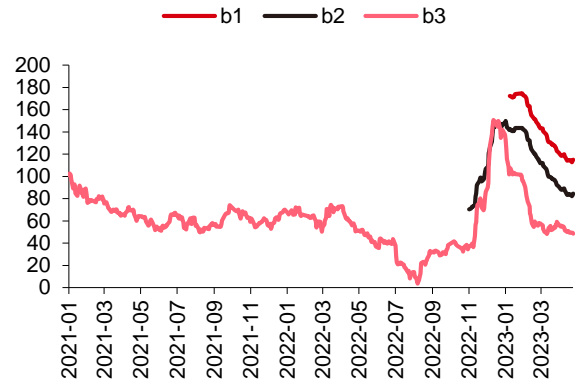


图 11：地方融资平台 B 存续三只债券利差走势（bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：数据截至 2023 年 4 月末，下同

资料来源：Wind，中信证券研究部

不同担保公司的担保效益不可一视同仁。通过对地方融资平台 A 和 B 存续担保城投债的分析，我们可以得知同一平台的存续城投债的市场认可度也受担保公司担保效益的影响，不对担保债券一视同仁，也应注重担保公司自身的担保效益，基于此我们可以初步将担保公司的担保效益进行如下排序：省级以上担保公司>地方融资平台所处省的省级担保公司>外省的省级担保公司>地方融资平台所处地级市（区县）的担保公司。

投资策略

地区视角寻收益

不同的地区担保城投投资价值有分化。由于存量担保城投债主要集中在地市级和区县级融资平台，故对担保城投债的收益挖掘带有一定资质下沉的意味，由此更应考虑不同地区城投市场的资质特点。

高资质地区存量担保城投债估值水平要高于全省平均水平。对于经济实力较强、市场认可度较高的地区而言，其融资难度相对较低，因此通常不需要采用担保来进行增信、降低发行难度，也决定了这些地区存量担保城投债发行主体资质要普遍低于全省平均水平的事实。以广东省为例，其地市级和区县级的存量担保城投债估值中枢为 3.63%和 3.86%，分别高于全省平均水平 60bps 和 25bps。

对于资质相对偏弱地区，担保债券市场认可度更高。资质相对较弱地区融资难度相对更高，而担保可以更大程度的提升其所发债券的市场认可度，因此这些地区内存续担保城投债估值水平要明显低于全省平均水平。以贵州省为例，其地市级和区县级的存量担保城投债估值中枢为 8.21%和 7.73%，分别低于全省平均水平 424bps 和 437bps。

表 5：不同地区城投担保后平均估值变化（bps）

	担保城投债加权估值		整体估值		估值变化	
	地市	区县	地市	区县	地市	区县
安徽	4.01%	4.21%	3.80%	4.54%	20.46	-32.29

	担保城投债加权估值		整体估值		估值变化	
北京	-	-	3.22%	3.11%	-	-
福建	3.10%	3.89%	3.49%	3.77%	-39.29	12.36
甘肃	5.97%	-	8.24%	-	-226.46	-
广东	3.63%	3.86%	3.03%	3.61%	60.29	24.91
广西	5.47%	6.64%	9.52%	6.94%	-405.28	-29.20
贵州	8.21%	7.73%	12.45%	12.10%	-424.00	-436.64
海南	-	-	4.22%	-	-	-
河北	3.86%	7.19%	4.62%	6.71%	-75.90	48.92
河南	4.50%	6.05%	4.53%	5.88%	-2.96	17.10
黑龙江	3.45%	5.70%	6.67%	5.66%	-322.84	3.83
湖北	4.28%	5.01%	3.88%	4.76%	39.62	24.67
湖南	4.91%	5.40%	4.70%	5.31%	21.82	9.13
吉林	-	-	6.73%	-	-	-
江苏	3.74%	3.93%	3.67%	3.92%	6.21	0.87
江西	4.60%	5.48%	4.25%	5.51%	34.25	-2.92
辽宁	6.18%	7.74%	6.26%	7.08%	-7.26	65.47
内蒙古	3.39%	-	5.04%	5.16%	-165.41	-
宁夏	6.29%	-	6.71%	-	-41.54	-
青海	-	-	11.16%	-	-	-
山东	4.49%	5.13%	4.46%	6.18%	2.24	-105.75
山西	3.51%	6.07%	4.07%	4.03%	-55.92	203.81
陕西	4.93%	5.78%	5.31%	5.81%	-38.10	-3.30
上海	-	-	3.30%	3.78%	-	-
四川	5.51%	5.57%	4.65%	5.23%	85.84	34.29
天津	6.58%	-	7.57%	-	-98.94	-
西藏	-	3.58%	3.85%	3.97%	-	-38.77
新疆	-	5.00%	3.78%	5.61%	-	-61.14
云南	7.06%	7.50%	8.31%	7.56%	-124.38	-5.90
浙江	3.62%	3.90%	3.55%	3.82%	6.49	8.09
重庆	5.73%	6.14%	5.51%	6.45%	21.47	-30.83
平均	4.87%	4.88%	4.50%	4.52%	36.68	35.81

资料来源：Wind，中信证券研究部；注：标红为担保后城投利差出现明显下降的地区，标蓝为担保后城投利差出现明显抬升的地区

担保机制为资质下沉保驾护航。对担保城投债的收益挖掘带有一定资质下沉的意味，因此对部分资质欠佳地区，挖掘担保收益略显激进。除此之外，对于资质偏弱地区，担保机制反而会缩减城投债的收益空间，使得这些地区担保城投债略显鸡肋。然而对于高资质地区，担保机制的存在则可谓为资质下沉保驾护航，一定程度上提升了高资质地区弱行政等级平台的收益挖掘空间。因此对于更为谨慎的投资者，可以关注广东、浙江等地区存量担保城投债投资机会，而对于更倾向收益挖掘的投资者，可以关注四川、湖南、湖北等第二梯队城投市场的存量担保债券配置价值。

担保公司视角寻收益

基于对不同担保公司担保效益的分析，我们在上文将担保公司的担保效益进行如下排序：省级以上担保公司>地方融资平台所处省的省级担保公司>外省的省级融资平台>地方融资平台所处地级市（区县）的担保公司。

基于此，可以重点关注中债增等省级以上平台所担保城投债的配置价值，除此以外，江苏再担保、湖北担保等省级担保公司所担保的本省存量城投债也会提升安全边际，存在配置空间。

辩证视角寻收益

同样基于对不同担保公司担保效益的观察，可以发现同一地方融资平台所发行的基本条件相近的债券，会因担保人资质的不同，而产生较大差异的票面利率和估值收益率，由此我们提出辩证视角下的收益挖掘策略。

关注弱资质担保公司所担保的优质融资平台所发行的存续债券。我们应合理运用担保公司担保效益有所分化的前提，来判断担保城投债实质性的投资价值。首先可以运用传统城投债择券逻辑筛选出主体资质较优的存量担保城投债，所筛选出的存量主体出现风险外溢可能性较低。其次通过观察某一主体存续担保城投债在不同担保公司下的估值表现，以最高等级担保公司所担保债券为标准，其余“较弱资质担保公司”所担保债券的估值偏高空间即为可挖掘的收益空间。在此视角下，较弱资质担保公司所担保的优质融资平台所发行的存续债券有稳定性较高的配置价值。

■ 风险因素

信用违约风险频发；货币政策、财政政策超预期；担保城投债统计口径出现偏差。

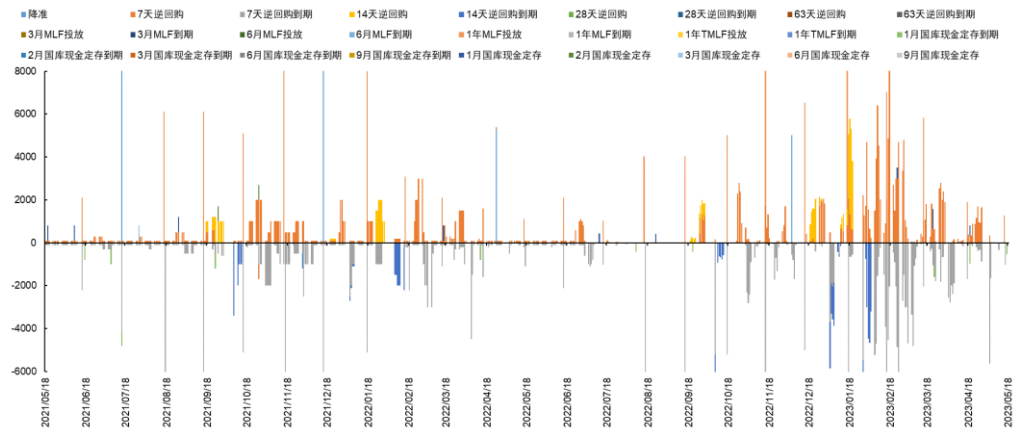
■ 资金面市场回顾

2023年5月18日，银行间质押式回购加权利率涨跌互现，隔夜、7天、14天、21天和1个月分别变动了-6.65bps、-8.27bps、23.96bps、4.66bps、-0.40bps至1.44%、1.77%、2.00%、2.17%、2.11%。国债到期收益率大体下行，1年、3年、5年、10年分别变动-0.51bps、1.03bps、-0.79bps、-0.26bps至2.07%、2.38%、2.55%、2.72%。上证综指上涨0.40%至3297.32，深证成指下跌0.12%至11078.28，创业板指数下跌0.68%至2277.97。

央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，2023年5月18日人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作。当日央行公开市场开展20亿元7天逆回购操作，当日有20亿元逆回购到期，实现流动性净回笼投放0亿元。

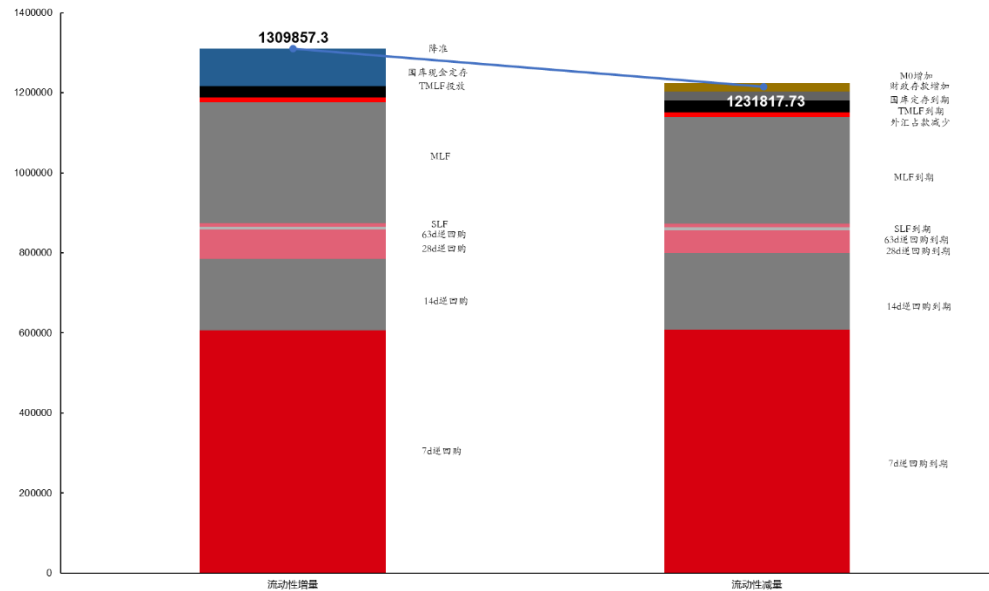
【流动性动态监测】我们对市场流动性情况进行跟踪，观测2017年开年来至今流动性的“投与收”。增量方面，我们根据逆回购、SLF、MLF等央行公开市场操作、国库现金定存等规模计算总投放量；减量方面，我们根据2020年12月对比2016年12月M0累计增加16010.66亿元，外汇占款累计下降8117.16亿元、财政存款累计增加9868.66亿元，粗略估计通过居民取现、外占下降和税收流失的流动性，并考虑公开市场操作到期情况，计算每日流动性减少总量。同时，我们对公开市场操作到期情况进行监控。

图 12：2021 年 5 月 18 日至 2023 年 5 月 18 日公开市场操作和到期监控（亿元）



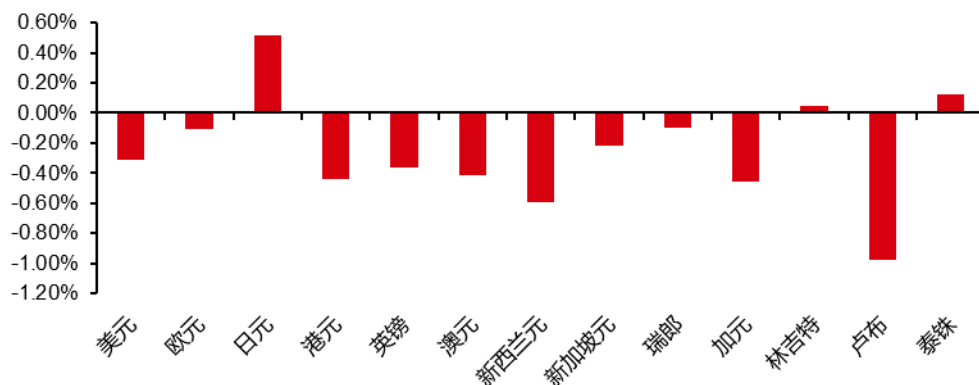
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：2017 年 1 月 1 日至 2023 年 5 月 18 日流动性投放和回笼统计（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：2023 年 5 月 18 日人民币对各币种汇率当前值相对于前一日值变化百分比



资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 可转债市场回顾及观点

可转债市场回顾

主要宽基指数：上证指数（0.40%），深证成指（-0.12%），创业板指（-0.68%），中证转债（0.18%）。转债市场个券涨多跌少。中信一级行业中，通信（4.28%）、计算机（3.01%）、传媒（2.86%）涨幅较大；农林牧渔（-2.17%）、电力设备及新能源（-1.50%）、消费者服务（-0.91%）跌幅较大。A 股成交额约 8797.91 亿元，转债成交额约 478.75 亿元。

正邦转债（9.01%，猪育种、商品猪养殖、种鸭繁育等，11.90 亿元）、永鼎转债（7.55%，通信光缆、光器件、通信电缆、电力电缆、电力柜等系列产品，2.60 亿元）、游族转债（4.87%，全球化游戏研发与发行，6.82 亿元）、天阳转债（3.64%，金融科技、数字化金融，9.75 亿元）、新北转债（3.48%，智能设备/装备的研发、生产、销售和服务，8.77 亿元）涨幅居前；搜特转债（-4.98%，休闲服饰品牌运营、供应链管理、品牌管理、商业保理和对外投资，7.96 亿元）、小康转债（-4.86%，发动机、新能源汽车和汽车整车，2.06 亿元）、富瀚转债（-3.96%，视频监控芯片及解决方案，5.81 亿元）、牧原转债（-3.55%，种猪和商品猪的养殖与销售，95.47 亿元）、新港转债（-2.33%，热力产品、电力产品，3.69 亿元）跌幅居前。

可转债市场周观点

上周转债市场在正股和估值双重承压的背景下调整较为明显，特别是在个券退市冲击下周五市场情绪较差，资金撤出行为较为明显。

上周公布的金融数据和通胀数据反映实体经济需求仍然相对承压，基本面恢复节奏放缓。由于缺乏强大的外生刺激与干预，国内经济面临的不仅是服务业渐进恢复需要时间的问题，还叠加了行业性、全球性、价格周期性因素带来的经济增速下行压力。但随着经济增长预期下降，主题博弈难以持久，业绩驱动策略有效性可能提高。近期重点可以关注几条主线：一是盈利叠加估值修复背景下的大金融板块；二是高端制造相关方向，围绕政策

推动和业绩兑现预期，建议关注半导体、汽车零部件等；三是成长类的标的，围绕新材料、创新药、中医药等方向；四是中国特色估值体系重塑下的以中字头为代表的央国企以及一带一路主题。

上周转债市场个券退市风险成为新的扰动因素，虽然市场早有一定预期，但当事件开始落地情绪冲击下转债市场的杀跌过程超出了之前预期，正股未能给予足够支撑，资金持续撤出，转债估值也明显压缩。在全面注册制下，正股退市现象大概率显著增加，转债市场也到了需要考虑违约风险的新时代。当前转债正股退市仅仅是一个开端，这一趋势后续或还会继续发酵，正股退市个券数量大概率会进一步增加，市场情绪可能会转入磨底状态，短期可以继续观察数个交易日，特别需要关注正股退市完全落地后对应转债的处置情况，预计本月这一冲击的影响会逐步清晰，市场估值将会完成再平衡。考虑到估值冲击后转债整体相对性价比提升，可以重点关注正股资质尚可、转债价格具有一定安全垫、在信用风险的系统性冲击下可能被错杀的标的。

高弹性组合建议重点关注：法兰转债、伯特转债、金诚转债、北方转债、万顺转 2、龙净转债、九强转债、惠城转债、巨星转债、一品转债、精测转债、蓝晓转 02。

稳健弹性组合建议关注：敖东转债、游族转债、合力转债、法本转债、柳工转 2、宙邦转债、交建转债、中银转债。

风险因素

市场流动性大幅波动，宏观经济增速不如预期，无风险利率大幅波动，正股股价超预期波动。

表 6：存续转债列表

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
123197.SZ	光力转债	300480.SZ	光力科技	123112.SZ	万讯转债	300112.SZ	万讯自控
118034.SH	晶能转债	688223.SH	晶科能源	113623.SH	凤 21 转债	603225.SH	新凤鸣
123196.SZ	正元转 02	300645.SZ	正元智慧	123109.SZ	昌红转债	300151.SZ	昌红科技
123195.SZ	蓝晓转 02	300487.SZ	蓝晓科技	123108.SZ	乐普转 2	300003.SZ	乐普医疗
113670.SH	金 23 转债	603180.SH	金牌厨柜	110079.SH	杭银转债	600926.SH	杭州银行
123194.SZ	百洋转债	301015.SZ	百洋医药	123107.SZ	温氏转债	300498.SZ	温氏股份
123193.SZ	海能转债	300787.SZ	海能实业	127031.SZ	洋丰转债	000902.SZ	新洋丰
123192.SZ	科思转债	300856.SZ	科思股份	123106.SZ	正丹转债	300641.SZ	正丹股份
127085.SZ	韵达转债	002120.SZ	韵达股份	127030.SZ	盛虹转债	000301.SZ	东方盛虹
123191.SZ	智尚转债	300918.SZ	南山智尚	113046.SH	金田转债	601609.SH	金田股份
123190.SZ	道氏转 02	300409.SZ	道氏技术	127029.SZ	中钢转债	000928.SZ	中钢国际
123189.SZ	晓鸣转债	300967.SZ	晓鸣股份	123104.SZ	卫宁转债	300253.SZ	卫宁健康
123187.SZ	超达转债	301186.SZ	超达装备	123103.SZ	震安转债	300767.SZ	震安科技
113669.SH	景 23 转债	603228.SH	景旺电子	123101.SZ	拓斯转债	300607.SZ	拓斯达
123188.SZ	水羊转债	300740.SZ	水羊股份	113045.SH	环旭转债	601231.SH	环旭电子
123185.SZ	能辉转债	301046.SZ	能辉科技	128144.SZ	利民转债	002734.SZ	利民股份
123186.SZ	志特转债	300986.SZ	志特新材	118000.SH	嘉元转债	688388.SH	嘉元科技

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
113668.SH	鹿山转债	603051.SH	鹿山新材	123100.SZ	朗科转债	300543.SZ	朗科智能
127084.SZ	柳工转 2	000528.SZ	柳工	123099.SZ	普利转债	300630.SZ	普利制药
127083.SZ	山路转债	000498.SZ	山东路桥	123098.SZ	一品转债	300723.SZ	一品红
123183.SZ	海顺转债	300501.SZ	海顺新材	123096.SZ	思创转债	300078.SZ	思创医惠
123184.SZ	天阳转债	300872.SZ	天阳科技	113621.SH	彤程转债	603650.SH	彤程新材
123182.SZ	广联转债	300900.SZ	广联航空	113042.SH	上银转债	601229.SH	上海银行
118033.SH	华特转债	688268.SH	华特气体	113619.SH	世运转债	603920.SH	世运电路
123181.SZ	亚康转债	301085.SZ	亚康股份	123093.SZ	金陵转债	300651.SZ	金陵体育
113667.SH	春 23 转债	603890.SH	春秋电子	113618.SH	美诺转债	603538.SH	美诺华
110093.SH	神马转债	600810.SH	神马股份	128143.SZ	锋龙转债	002931.SZ	锋龙股份
113066.SH	平煤转债	601666.SH	平煤股份	127028.SZ	英特转债	000411.SZ	英特集团
123180.SZ	浙矿转债	300837.SZ	浙矿股份	113616.SH	韦尔转债	603501.SH	韦尔股份
127082.SZ	亚科转债	002540.SZ	亚太科技	123092.SZ	天壕转债	300332.SZ	天壕环境
118032.SH	建龙转债	688357.SH	建龙微纳	123091.SZ	长海转债	300196.SZ	长海股份
111013.SH	新港转债	605162.SH	新中港	113615.SH	金城转债	603979.SH	金城信
123179.SZ	立高转债	300973.SZ	立高食品	123089.SZ	九洲转 2	300040.SZ	九洲集团
123178.SZ	花园转债	300401.SZ	花园生物	123090.SZ	三诺转债	300298.SZ	三诺生物
127081.SZ	中旗转债	001212.SZ	中旗新材	128142.SZ	新乳转债	002946.SZ	新乳业
123177.SZ	测绘转债	300826.SZ	测绘股份	128141.SZ	旺能转债	002034.SZ	旺能环境
123176.SZ	精测转 2	300567.SZ	精测电子	123087.SZ	明电转债	300739.SZ	明阳电路
113666.SH	爱玛转债	603529.SH	爱玛科技	123088.SZ	威唐转债	300707.SZ	威唐工业
123175.SZ	百畅转债	300614.SZ	百川畅银	113044.SH	大秦转债	601006.SH	大秦铁路
123174.SZ	精锻转债	300258.SZ	精锻科技	123085.SZ	万顺转 2	300057.SZ	万顺新材
118031.SH	天 23 转债	688599.SH	天合光能	127027.SZ	能化转债	000552.SZ	甘肃能化
110092.SH	三房转债	600370.SH	三房巷	113043.SH	财通转债	601108.SH	财通证券
111012.SH	福新转债	605488.SH	福莱新材	127026.SZ	超声转债	000823.SZ	超声电子
111011.SH	冠盛转债	605088.SH	冠盛股份	128140.SZ	润建转债	002929.SZ	润建股份
127080.SZ	声迅转债	003004.SZ	声迅股份	123082.SZ	北陆转债	300016.SZ	北陆药业
123173.SZ	恒锋转债	300605.SZ	恒锋信息	123080.SZ	海波转债	300517.SZ	海波重科
118030.SH	睿创转债	688002.SH	睿创微纳	113610.SH	灵康转债	603669.SH	灵康药业
127079.SZ	华亚转债	003043.SZ	华亚智能	123078.SZ	飞凯转债	300398.SZ	飞凯材料
118029.SH	富淼转债	688350.SH	富淼科技	113609.SH	永安转债	603776.SH	永安行
113665.SH	汇通转债	603176.SH	汇通集团	123077.SZ	汉得转债	300170.SZ	汉得信息
123172.SZ	漱玉转债	301017.SZ	漱玉平民	110077.SH	洪城转债	600461.SH	洪城环境
127078.SZ	优彩转债	002998.SZ	优彩资源	123076.SZ	强力转债	300429.SZ	强力新材
110091.SH	合力转债	600761.SH	安徽合力	128138.SZ	侨银转债	002973.SZ	侨银股份
118028.SH	会通转债	688219.SH	会通股份	113608.SH	威派转债	603956.SH	威派格
113664.SH	大元转债	603757.SH	大元泵业	127025.SZ	冀东转债	000401.SZ	冀东水泥
127077.SZ	华宏转债	002645.SZ	华宏科技	128137.SZ	洁美转债	002859.SZ	洁美科技
113065.SH	齐鲁转债	601665.SH	齐鲁银行	127024.SZ	盈峰转债	000967.SZ	盈峰环境
113663.SH	新化转债	603867.SH	新化股份	128136.SZ	立讯转债	002475.SZ	立讯精密
123171.SZ	共同转债	300966.SZ	共同药业	110076.SH	华海转债	600521.SH	华海药业

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
118027.SH	宏图转债	688066.SH	航天宏图	123075.SZ	贝斯转债	300580.SZ	贝斯特
113662.SH	豪能转债	603809.SH	豪能股份	113606.SH	荣泰转债	603579.SH	荣泰健康
123170.SZ	南电转债	300346.SZ	南大光电	113605.SH	大参转债	603233.SH	大参林
123168.SZ	惠云转债	300891.SZ	惠云钛业	123071.SZ	天能转债	300569.SZ	天能重工
123169.SZ	正海转债	300224.SZ	正海磁材	123072.SZ	乐歌转债	300729.SZ	乐歌股份
113661.SH	福 22 转债	603806.SH	福斯特	128135.SZ	洽洽转债	002557.SZ	洽洽食品
113660.SH	寿 22 转债	603896.SH	寿仙谷	127022.SZ	恒逸转债	000703.SZ	恒逸石化
123167.SZ	商络转债	300975.SZ	商络电子	110075.SH	南航转债	600029.SH	南方航空
113064.SH	东材转债	601208.SH	东材科技	113604.SH	多伦转债	603528.SH	多伦科技
111010.SH	立昂转债	605358.SH	立昂微	128134.SZ	鸿路转债	002541.SZ	鸿路钢构
111009.SH	盛泰转债	605138.SH	盛泰集团	128133.SZ	奇正转债	002287.SZ	奇正藏药
111008.SH	沿浦转债	605128.SH	上海沿浦	123067.SZ	斯莱转债	300382.SZ	斯莱克
123166.SZ	蒙泰转债	300876.SZ	蒙泰高新	128132.SZ	交建转债	002941.SZ	新疆交建
113063.SH	赛轮转债	601058.SH	赛轮轮胎	128131.SZ	崇达转 2	002815.SZ	崇达技术
123165.SZ	回天转债	300041.SZ	回天新材	123065.SZ	宝莱转债	300246.SZ	宝莱特
127076.SZ	中宠转 2	002891.SZ	中宠股份	123064.SZ	万孚转债	300482.SZ	万孚生物
118024.SH	冠宇转债	688772.SH	珠海冠宇	128130.SZ	景兴转债	002067.SZ	景兴纸业
118026.SH	利元转债	688499.SH	利元亨	128129.SZ	青农转债	002958.SZ	青农商行
118025.SH	奕瑞转债	688301.SH	奕瑞科技	113039.SH	嘉泽转债	601619.SH	嘉泽新能
123164.SZ	法本转债	300925.SZ	法本信息	113602.SH	景 20 转债	603228.SH	景旺电子
127075.SZ	百川转 2	002455.SZ	百川股份	113601.SH	塞力转债	603716.SH	塞力医疗
113659.SH	莱克转债	603355.SH	莱克电气	128127.SZ	文科转债	002775.SZ	文科园林
123163.SZ	金沃转债	300984.SZ	金沃股份	128128.SZ	齐翔转 2	002408.SZ	齐翔腾达
123162.SZ	东杰转债	300486.SZ	东杰智能	110074.SH	精达转债	600577.SH	精达股份
118023.SH	广大转债	688186.SH	广大特材	110072.SH	广汇转债	600297.SH	广汇汽车
127074.SZ	麦米转 2	002851.SZ	麦格米特	113600.SH	新星转债	603978.SH	深圳新星
111007.SH	永和转债	605020.SH	永和股份	127021.SZ	特发转 2	000070.SZ	特发信息
118022.SH	锂科转债	688779.SH	长远锂科	113598.SH	法兰转债	603966.SH	法兰泰克
123161.SZ	强联转债	300850.SZ	新强联	128125.SZ	华阳转债	002949.SZ	华阳国际
113657.SH	再 22 转债	603601.SH	再升科技	113597.SH	佳力转债	603912.SH	佳力图
123160.SZ	泰福转债	300992.SZ	泰福泵业	123063.SZ	大禹转债	300021.SZ	大禹节水
118021.SH	新致转债	688590.SH	新致软件	128124.SZ	科华转债	002022.SZ	科华生物
123159.SZ	崧盛转债	301002.SZ	崧盛股份	113596.SH	城地转债	603887.SH	城地香江
123158.SZ	宙邦转债	300037.SZ	新宙邦	128123.SZ	国光转债	002749.SZ	国光股份
127073.SZ	天赐转债	002709.SZ	天赐材料	110073.SH	国投转债	600061.SH	国投资本
110090.SH	爱迪转债	600933.SH	爱柯迪	128122.SZ	兴森转债	002436.SZ	兴森科技
118020.SH	芳源转债	688148.SH	芳源股份	113037.SH	紫银转债	601860.SH	紫金银行
127072.SZ	博实转债	002698.SZ	博实股份	123061.SZ	航新转债	300424.SZ	航新科技
110089.SH	兴发转债	600141.SH	兴发集团	113595.SH	花王转债	603007.SH	ST 花王
113658.SH	密卫转债	603713.SH	密尔克卫	113594.SH	淳中转债	603516.SH	淳中科技
118019.SH	金盘转债	688676.SH	金盘科技	127020.SZ	中金转债	000060.SZ	中金岭南
113062.SH	常银转债	601128.SH	常熟银行	113593.SH	沪工转债	603131.SH	上海沪工

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
110088.SH	淮 22 转债	600985.SH	淮北矿业	128120.SZ	联诚转债	002921.SZ	联诚精密
113656.SH	嘉诚转债	603535.SH	嘉诚国际	128121.SZ	宏川转债	002930.SZ	宏川智慧
123157.SZ	科蓝转债	300663.SZ	科蓝软件	123059.SZ	银信转债	300231.SZ	银信科技
127071.SZ	天箭转债	003009.SZ	中天火箭	127019.SZ	国城转债	000688.SZ	国城矿业
118018.SH	瑞科转债	688323.SH	瑞华泰	128119.SZ	龙大转债	002726.SZ	龙大美食
127070.SZ	大中转债	001203.SZ	大中矿业	128118.SZ	瀛通转债	002861.SZ	瀛通通讯
123156.SZ	博汇转债	300839.SZ	博汇股份	128117.SZ	道恩转债	002838.SZ	道恩股份
127068.SZ	顺博转债	002996.SZ	顺博合金	113591.SH	胜达转债	603687.SH	大胜达
127069.SZ	小熊转债	002959.SZ	小熊电器	128116.SZ	瑞达转债	002961.SZ	瑞达期货
123155.SZ	中陆转债	301040.SZ	中环海陆	127018.SZ	本钢转债	000761.SZ	本钢板材
111006.SH	嵘泰转债	605133.SH	嵘泰股份	113589.SH	天创转债	603608.SH	天创时尚
118017.SH	深科转债	688328.SH	深科达	123056.SZ	雪榕转债	300511.SZ	雪榕生物
123154.SZ	火星转债	300894.SZ	火星人	113588.SH	润达转债	603108.SH	润达医疗
118016.SH	京源转债	688096.SH	京源环保	128114.SZ	正邦转债	002157.SZ	*ST 正邦
113655.SH	欧 22 转债	603833.SH	欧派家居	128111.SZ	中矿转债	002738.SZ	中矿资源
113654.SH	永 02 转债	603901.SH	永创智能	123054.SZ	思特转债	300608.SZ	思特奇
113653.SH	永 22 转债	603681.SH	永冠新材	113585.SH	寿仙转债	603896.SH	寿仙谷
113652.SH	伟 22 转债	603568.SH	伟明环保	113584.SH	家悦转债	603708.SH	家家悦
123152.SZ	润禾转债	300727.SZ	润禾材料	123052.SZ	飞鹿转债	300665.SZ	飞鹿股份
127067.SZ	恒逸转 2	000703.SZ	恒逸石化	128109.SZ	楚江转债	002171.SZ	楚江新材
118015.SH	芯海转债	688595.SH	芯海科技	127017.SZ	万青转债	000789.SZ	万年青
123153.SZ	英力转债	300956.SZ	英力股份	128108.SZ	蓝帆转债	002382.SZ	蓝帆医疗
113651.SH	松霖转债	603992.SH	松霖科技	113582.SH	火炬转债	603678.SH	火炬电子
118014.SH	高测转债	688556.SH	高测股份	113579.SH	健友转债	603707.SH	健友股份
113061.SH	拓普转债	601689.SH	拓普集团	113578.SH	全筑转债	603030.SH	*ST 全筑
118013.SH	道通转债	688208.SH	道通科技	113573.SH	纵横转债	603602.SH	纵横通信
127066.SZ	科利转债	002850.SZ	科达利	113577.SH	春秋转债	603890.SH	春秋电子
118012.SH	微芯转债	688321.SH	微芯生物	123050.SZ	聚飞转债	300303.SZ	聚飞光电
118011.SH	银微转债	688689.SH	银河微电	110070.SH	凌钢转债	600231.SH	凌钢股份
123151.SZ	康医转债	300869.SZ	康泰医学	123049.SZ	维尔转债	300190.SZ	维尔利
113650.SH	博 22 转债	603916.SH	苏博特	113576.SH	起步转债	603557.SH	ST 起步
123150.SZ	九强转债	300406.SZ	九强生物	123048.SZ	应急转债	300527.SZ	中船应急
118010.SH	洁特转债	688026.SH	洁特生物	128106.SZ	华统转债	002840.SZ	华统股份
113649.SH	丰山转债	603810.SH	丰山集团	128105.SZ	长集转债	002616.SZ	长青集团
118009.SH	华锐转债	688059.SH	华锐精密	127016.SZ	鲁泰转债	000726.SZ	鲁泰 A
118008.SH	海优转债	688680.SH	海优新材	113575.SH	东时转债	603377.SH	东方时尚
110087.SH	天业转债	600075.SH	新疆天业	113033.SH	利群转债	601366.SH	利群股份
111005.SH	富春转债	605189.SH	富春染织	113574.SH	华体转债	603679.SH	华体科技
127065.SZ	瑞鹄转债	002997.SZ	瑞鹄模具	110068.SH	龙净转债	600388.SH	ST 龙净
123149.SZ	通裕转债	300185.SZ	通裕重工	123046.SZ	天铁转债	300587.SZ	天铁股份
123148.SZ	上能转债	300827.SZ	上能电气	128101.SZ	联创转债	002036.SZ	联创电子
113060.SH	浙 22 转债	601878.SH	浙商证券	123044.SZ	红相转债	300427.SZ	*ST 红相

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
123147.SZ	中辰转债	300933.SZ	中辰股份	128100.SZ	搜特转债	002503.SZ	*ST 搜特
113059.SH	福莱转债	601865.SH	福莱特	110067.SH	华安转债	600909.SH	华安证券
127064.SZ	杭氧转债	002430.SZ	杭氧股份	113569.SH	科达转债	603660.SH	苏州科达
123146.SZ	中环转 2	300692.SZ	中环环保	113566.SH	翔港转债	603499.SH	翔港科技
113648.SH	巨星转债	603477.SH	巨星农牧	113565.SH	宏辉转债	603336.SH	宏辉果蔬
127063.SZ	贵轮转债	000589.SZ	贵州轮胎	128097.SZ	奥佳转债	002614.SZ	奥佳华
110086.SH	精工转债	600496.SH	精工钢构	128095.SZ	恩捷转债	002812.SZ	恩捷股份
113647.SH	禾丰转债	603609.SH	禾丰股份	113563.SH	柳药转债	603368.SH	柳药集团
127062.SZ	垒知转债	002398.SZ	垒知集团	127015.SZ	希望转债	000876.SZ	新希望
127061.SZ	美锦转债	000723.SZ	美锦能源	113561.SH	正裕转债	603089.SH	正裕工业
123145.SZ	药石转债	300725.SZ	药石科技	128091.SZ	新天转债	002873.SZ	新天药业
127060.SZ	湘佳转债	002982.SZ	湘佳股份	128090.SZ	汽模转 2	002510.SZ	天汽模
113644.SH	艾迪转债	603638.SH	艾迪精密	123039.SZ	开润转债	300577.SZ	开润股份
113646.SH	永吉转债	603058.SH	永吉股份	123038.SZ	联得转债	300545.SZ	联得装备
123144.SZ	裕兴转债	300305.SZ	裕兴股份	113030.SH	东风转债	601515.SH	东风股份
127059.SZ	永东转 2	002753.SZ	永东股份	110064.SH	建工转债	600939.SH	重庆建工
123143.SZ	胜蓝转债	300843.SZ	胜蓝股份	128087.SZ	孚日转债	002083.SZ	孚日股份
111004.SH	明新转债	605068.SH	明新旭腾	128085.SZ	鸿达转债	002002.SZ	鸿达兴业
113058.SH	友发转债	601686.SH	友发集团	110063.SH	鹰 19 转债	600567.SH	山鹰国际
113643.SH	风语转债	603466.SH	风语筑	128083.SZ	新北转债	002376.SZ	新北洋
113057.SH	中银转债	601881.SH	中国银河	128082.SZ	华锋转债	002806.SZ	华锋股份
113056.SH	重银转债	601963.SH	重庆银行	110062.SH	烽火转债	600498.SH	烽火通信
118007.SH	山石转债	688030.SH	山石网科	128081.SZ	海亮转债	002203.SZ	海亮股份
127058.SZ	科伦转债	002422.SZ	科伦药业	113549.SH	白电转债	603861.SH	白云电器
123142.SZ	申昊转债	300853.SZ	申昊科技	123035.SZ	利德转债	300296.SZ	利亚德
123141.SZ	宏丰转债	300283.SZ	温州宏丰	110061.SH	川投转债	600674.SH	川投能源
118006.SH	阿拉转债	688179.SH	阿拉丁	123034.SZ	通光转债	300265.SZ	通光线缆
123140.SZ	天地转债	300743.SZ	天地数码	110059.SH	浦发转债	600000.SH	浦发银行
111003.SH	聚合转债	605166.SH	聚合顺	110060.SH	天路转债	600326.SH	西藏天路
113055.SH	成银转债	601838.SH	成都银行	127014.SZ	北方转债	000065.SZ	北方国际
123138.SZ	丝路转债	300556.SZ	丝路视觉	113546.SH	迪贝转债	603320.SH	迪贝电气
127056.SZ	中特转债	000708.SZ	中信特钢	128079.SZ	英联转债	002846.SZ	英联股份
113054.SH	绿动转债	601330.SH	绿色动力	113545.SH	金能转债	603113.SH	金能科技
113641.SH	华友转债	603799.SH	华友钴业	128076.SZ	金轮转债	002722.SZ	物产金轮
110085.SH	通 22 转债	600438.SH	通威股份	128074.SZ	游族转债	002174.SZ	游族网络
127055.SZ	精装转债	002989.SZ	中天精装	128075.SZ	远东转债	002406.SZ	远东传动
113640.SH	苏利转债	603585.SH	苏利股份	123031.SZ	晶瑞转债	300655.SZ	晶瑞电材
127054.SZ	双箭转债	002381.SZ	双箭股份	128072.SZ	翔鹭转债	002842.SZ	翔鹭钨业
118005.SH	天奈转债	688116.SH	天奈科技	128071.SZ	合兴转债	002228.SZ	合兴包装
127053.SZ	豪美转债	002988.SZ	豪美新材	123029.SZ	英科转债	300677.SZ	英科医疗
113639.SH	华正转债	603186.SH	华正新材	113542.SH	好客转债	603898.SH	好莱客
123136.SZ	城市转债	300778.SZ	新城市	128070.SZ	智能转债	002877.SZ	智能自控

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
113053.SH	隆 22 转债	601012.SH	隆基绿能	113027.SH	华钰转债	601020.SH	华钰矿业
118004.SH	博瑞转债	688166.SH	博瑞医药	113537.SH	文灿转债	603348.SH	文灿股份
113638.SH	台 21 转债	603055.SH	台华新材	113535.SH	大业转债	603278.SH	大业股份
123135.SZ	泰林转债	300813.SZ	泰林生物	128066.SZ	亚泰转债	002811.SZ	郑中设计
110084.SH	贵燃转债	600903.SH	贵州燃气	110058.SH	永鼎转债	600105.SH	永鼎股份
113052.SH	兴业转债	601166.SH	兴业银行	113025.SH	明泰转债	601677.SH	明泰铝业
127052.SZ	西子转债	002534.SZ	西子洁能	113534.SH	鼎胜转债	603876.SH	鼎胜新材
123133.SZ	佩蒂转债	300673.SZ	佩蒂股份	113024.SH	核建转债	601611.SH	中国核建
113637.SH	华翔转债	603112.SH	华翔股份	128063.SZ	未来转债	002631.SZ	德尔未来
123132.SZ	回盛转债	300871.SZ	回盛生物	113532.SH	海环转债	603817.SH	海峡环保
113636.SH	甬金转债	603995.SH	甬金股份	128062.SZ	亚药转债	002370.SZ	亚太药业
111002.SH	特纸转债	605007.SH	五洲特纸	110057.SH	现代转债	600420.SH	国药现代
113634.SH	珀莱转债	603605.SH	珀莱雅	123025.SZ	精测转债	300567.SZ	精测电子
123131.SZ	奥飞转债	300738.SZ	奥飞数据	113530.SH	大丰转债	603081.SH	大丰实业
113633.SH	科沃转债	603486.SH	科沃斯	127012.SZ	招路转债	001965.SZ	招商公路
118003.SH	华兴转债	688001.SH	华兴源创	123022.SZ	长信转债	300088.SZ	长信科技
113632.SH	鹤 21 转债	603733.SH	仙鹤股份	110055.SH	伊力转债	600197.SH	伊力特
127051.SZ	博杰转债	002975.SZ	博杰股份	110053.SH	苏银转债	600919.SH	江苏银行
110083.SH	苏租转债	600901.SH	江苏金租	110052.SH	贵广转债	600996.SH	贵广网络
127050.SZ	麒麟转债	002984.SZ	森麒麟	113021.SH	中信转债	601998.SH	中信银行
123130.SZ	设研转债	300732.SZ	设研院	128056.SZ	今飞转债	002863.SZ	今飞凯达
113631.SH	皖天转债	603689.SH	皖天然气	128053.SZ	尚荣转债	002551.SZ	尚荣医疗
111001.SH	山玻转债	605006.SH	山东玻纤	113527.SH	维格转债	603518.SH	锦泓集团
123129.SZ	锦鸡转债	300798.SZ	锦鸡股份	113526.SH	联泰转债	603797.SH	联泰环保
127049.SZ	希望转 2	000876.SZ	新希望	123018.SZ	溢利转债	300381.SZ	溢多利
123128.SZ	首华转债	300483.SZ	首华燃气	113524.SH	奇精转债	603677.SH	奇精机械
123127.SZ	耐普转债	300818.SZ	耐普矿机	110048.SH	福能转债	600483.SH	福能股份
110082.SH	宏发转债	600885.SH	宏发股份	128049.SZ	华源转债	002787.SZ	华源控股
127047.SZ	帝欧转债	002798.SZ	帝欧家居	110047.SH	山鹰转债	600567.SH	山鹰国际
127046.SZ	百润转债	002568.SZ	百润股份	128048.SZ	张行转债	002839.SZ	张家港行
113629.SH	泉峰转债	603982.SH	泉峰汽车	113519.SH	长久转债	603569.SH	长久物流
123126.SZ	瑞丰转债	300243.SZ	瑞丰高材	128044.SZ	岭南转债	002717.SZ	岭南股份
113628.SH	晨丰转债	603685.SH	晨丰科技	123015.SZ	蓝盾转债	300297.SZ	*ST 蓝盾
127045.SZ	牧原转债	002714.SZ	牧原股份	113516.SH	苏农转债	603323.SH	苏农银行
123124.SZ	晶瑞转 2	300655.SZ	晶瑞电材	128042.SZ	凯中转债	002823.SZ	凯中精密
127044.SZ	蒙娜转债	002918.SZ	蒙娜丽莎	123014.SZ	凯发转债	300407.SZ	凯发电气
127043.SZ	川恒转债	002895.SZ	川恒股份	123013.SZ	横河转债	300539.SZ	横河精密
127042.SZ	嘉美转债	002969.SZ	嘉美包装	123012.SZ	万顺转债	300057.SZ	万顺新材
123122.SZ	富瀚转债	300613.SZ	富瀚微	123011.SZ	德尔转债	300473.SZ	德尔股份
123121.SZ	帝尔转债	300776.SZ	帝尔激光	128041.SZ	盛路转债	002446.SZ	盛路通信
123120.SZ	隆华转债	300263.SZ	隆华科技	110045.SH	海澜转债	600398.SH	海澜之家
110081.SH	闻泰转债	600745.SH	闻泰科技	123010.SZ	博世转债	300422.SZ	博世科

转债代码	转债简称	正股代码	正股简称	转债代码	转债简称	正股代码	正股简称
123119.SZ	康泰转 2	300601.SZ	康泰生物	127007.SZ	湖广转债	000665.SZ	湖北广电
113627.SH	太平转债	603877.SH	太平鸟	110044.SH	广电转债	600831.SH	广电网络
127041.SZ	弘亚转债	002833.SZ	弘亚数控	128039.SZ	三力转债	002224.SZ	三力士
123118.SZ	惠城转债	300779.SZ	惠城环保	128037.SZ	岩土转债	002542.SZ	中化岩土
127040.SZ	国泰转债	002091.SZ	江苏国泰	127006.SZ	敖东转债	000623.SZ	吉林敖东
113626.SH	伯特转债	603596.SH	伯特利	127005.SZ	长证转债	000783.SZ	长江证券
127039.SZ	北港转债	000582.SZ	北部湾港	128036.SZ	金农转债	002548.SZ	金新农
123117.SZ	健帆转债	300529.SZ	健帆生物	113505.SH	杭电转债	603618.SH	杭电股份
113051.SH	节能转债	601016.SH	节能风电	113504.SH	艾华转债	603989.SH	艾华集团
113050.SH	南银转债	601009.SH	南京银行	128035.SZ	大族转债	002008.SZ	大族激光
113625.SH	江山转债	603208.SH	江山欧派	110043.SH	无锡转债	600908.SH	无锡银行
127038.SZ	国微转债	002049.SZ	紫光国微	128034.SZ	江银转债	002807.SZ	江阴银行
113049.SH	长汽转债	601633.SH	长城汽车	128033.SZ	迪龙转债	002658.SZ	雪迪龙
123116.SZ	万兴转债	300624.SZ	万兴科技	113017.SH	吉视转债	601929.SH	吉视传媒
123115.SZ	捷捷转债	300623.SZ	捷捷微电	128030.SZ	天康转债	002100.SZ	天康生物
127037.SZ	银轮转债	002126.SZ	银轮股份	123004.SZ	铁汉转债	300197.SZ	节能铁汉
127036.SZ	三花转债	002050.SZ	三花智控	128026.SZ	众兴转债	002772.SZ	众兴菌业
127035.SZ	濮耐转债	002225.SZ	濮耐股份	128025.SZ	特一转债	002728.SZ	特一药业
123114.SZ	三角转债	300775.SZ	三角防务	128023.SZ	亚太转债	002284.SZ	亚太股份
111000.SH	起帆转债	605222.SH	起帆电缆	128021.SZ	兄弟转债	002562.SZ	兄弟科技
127034.SZ	绿茵转债	002887.SZ	绿茵生态	123002.SZ	国祯转债	300388.SZ	节能国祯
113624.SH	正川转债	603976.SH	正川股份	113016.SH	小康转债	601127.SH	赛力斯
113048.SH	晶科转债	601778.SH	晶科科技	128017.SZ	金禾转债	002597.SZ	金禾实业
123113.SZ	仙乐转债	300791.SZ	仙乐健康	113013.SH	国君转债	601211.SH	国泰君安
127033.SZ	中装转 2	002822.SZ	中装建设	127004.SZ	模塑转债	000700.SZ	模塑科技
127032.SZ	苏行转债	002966.SZ	苏州银行	113047.SH	旗滨转债	601636.SH	旗滨集团
110080.SH	东湖转债	600133.SH	东湖高新				

资料来源：Wind，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析师编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。