

相关研究

《扬帆起航——2023年中资美元债市场展望》2022.12.23  
《扬帆但信风——2023年信用债年度投资策略》2022.12.06  
《待雨晴云散——可转债2023年度投资策略》2022.12.04

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zxx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:王巧喆

Tel:(021)23185649

Email:wqz12709@haitong.com

证书:S0850521080003

## 转债参与者有哪些？ ——可转债投资手册之九

### 投资要点:

- **固收+发展中，转债扮演重要角色。**大环境的要求：低利率时代叠加低波动，纯债投资区分度削弱，资产荒多次出现。回撤相对可控且增强收益的产品需求旺盛，“+”的角度看，固收+分为加资产/加策略，加资产中，加股票以及可转债等权益类资产相对较为普遍。
- **转债参与者以机构为主。**机构投资者中基金占比高，年金近年来上升较快，非机构投资者主要是一般法人和自然人。（1）基金：固收+基金是转债配置的主要力量，22年以来固收+基金发行偏缓且存量明显下滑。（2）稳健投资机构：参考存量转债23年中报，我们推测社保投资评级要求相对较高，年金对转债投资的评级约束相对基本养老险和社保较少。另外保险投转债要求放松，但需要参考内部评级。（3）自然人：历史上几次炒作现象发生与自然人投资行为关系较大。（4）其他机构：比较重要的是理财，主要通过委外方式间接投资于转债，净值化转型后，申赎行为对债市产生了显著影响。
- **目前市场担忧的问题主要有：**（1）若考虑转债的弹性，选择平衡或偏股型品种，正股业绩或热点尤为重要，资金可能会担心业绩兑现问题，以及热点的持续性，同时目前转债市场成交比较平淡，小规模标的难以买到足够的量，同时新发标的减少，进入存量博弈；（2）若考虑转债的债性，定价体系与弹性标的相差较多，以往资金对于转债最终转股退出的预期可能会有改变，当前部分转债下修意愿不明朗，不下修使得期权转为深度虚值期权，而转债前几年票息相对较低，YTM主要依靠最后2年票息和到期赎回价，纯债替代持有期限较长，机会成本较高。
- **今年转债需求怎么看？基金23Q4仓位已到历史高位，后续关注保险等资金外溢需求。**目前转债与股票比价看：整体平均价位尚可，更多的特性在于债市偏强之下的抗跌性，如果考虑21年估值系统性抬升以来的情况，目前水平则不算高，尤其是平衡及偏股型；与纯债比价看：考虑久期后，部分债性标的性价比或优于同等类型纯债。公募基金转债持仓整体在历史高位，保险机构资金成本相对固定，长久期高评级的纯债收益率也已经相对较低，且信用债行情比较极致，后续关注随着转债性价比可能改善后，相关资金为满足负债端成本要求而外溢的需求。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

## 目 录

---

1. 固收+发展中，转债扮演重要角色 .....	5
2. 转债参与者以机构为主 .....	6
2.1 基金：关注固收+基金 .....	7
2.2 中长期稳健投资机构：年金、保险、社保 .....	8
2.3 自然人的影响有多大？ .....	10
2.4 其他机构：信托、券商、理财等 .....	10
3. 今年转债需求怎么看？ .....	12

## 图目录

图 1	10Y 国债及 3 年期 AAA 信用债到期收益率 (%)	5
图 2	部分固收+策略	6
图 3	可转债持有人结构 (上交所, 亿元)	7
图 4	可转债持有人结构 (深交所, 亿元)	7
图 5	转债仓位较高的主要类型基金新发行情况 (亿份)	7
图 6	存量广义固收+基金规模 22 年以来降幅明显 (亿元)	8
图 7	23Q4 广义固收+基金仓位变化	8
图 8	广义固收+基金转债仓位情况	8
图 9	23H1 转债前十大持有人包含社保的评级分布 (只)	9
图 10	23H1 转债前十大持有人包含基本养老保险的评级分布 (只)	9
图 11	23H1 转债前十大持有人包含企业年金和养老金产品的评级分布 (只)	9
图 12	23H1 转债前十大持有人包含保险的评级分布 (只)	10
图 13	转债持仓中自然人的比例与转债市场成交额对比	10
图 14	资金信托余额及其投向分布 (万亿元)	11
图 15	证券投资信托余额及其投向分布 (万亿元)	11
图 16	上交所银行理财直接转债持仓 (亿元)	11
图 17	银行理财产品资金余额 (万亿元)	11
图 18	券商资产管理业务总规模 (万亿元)	11
图 19	券商自营业务金融产品投资规模构成 (%)	11
图 20	23H1 转债前十大持有人包含私募的评级分布 (只)	12
图 21	今年以来主要资产涨跌幅情况 (%)	12
图 22	转债百元平价溢价率 (%)	12
图 23	样本转债行业分布情况 (按规模)	13
图 24	转债债底系统性抬升	13
图 25	主要机构转债持仓市值变化 (亿元)	13
图 26	公募基金转债仓位情况	13

## 表目录

---

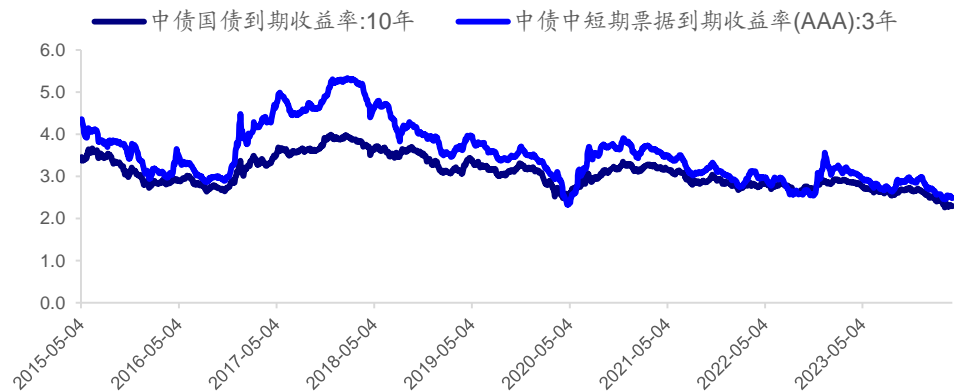
表 1	信用债品种利率水平与利差所处分位数（%，截至 3 月 29 日）.....	5
-----	---------------------------------------	---

在转债投资中对需求侧的分析非常重要，因为这类品种在组合中多起到增强的作用。需求是影响转债价格、估值乃至整体行情走势的重要因素。

## 1. 固收+发展中，转债扮演重要角色

**大环境的要求：低利率时代叠加波动降低，纯债投资区分度削弱。**经济进入高质量发展阶段，央行精准操作，资金价格波动较小，政策更有前瞻性，另外现在利率处在历史较低位置，向下的空间或不及高利率的时期，从交易角度看，市场成交量加大，市场的价格更加公允有效。近年来利率波动小中枢低，纯债投资策略趋同，产品差异化程度相对权益类产品偏小。

图1 10Y国债及3年期AAA信用债到期收益率(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

**资产荒多次出现。**资管新规后刚兑被打破，非标趋于萎缩，目前城投债供给放缓，高收益资产在减少，城投债下沉和挖掘比较极致，而市场整体流动性充裕，资产端会出现欠配现象，21年下半年以来也多次出现资产荒，例如21年股市赚钱效应较好，债市资产荒之下机构转向转债要收益，也是转债上涨和估值抬升的重要推动因素。

表1 信用债品种利率水平与利差所处分位数(%)，截至3月29日

3月29日		二级资本债			永续债			中票			城投债		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当前利率水平	1年期	2.35	2.36	2.41	2.40	2.41	2.46	2.33	2.43	2.48	2.35	2.41	2.48
	2年期	2.44	2.48	2.56	2.49	2.50	2.64	2.42	2.56	2.63	2.46	2.52	2.62
	3年期	2.52	2.57	2.69	2.58	2.61	2.78	2.50	2.64	2.74	2.58	2.64	2.74
	4年期	2.60	2.63	2.77	2.65	2.67	2.93	2.59	2.74	2.89	2.62	2.71	2.83
	5年期	2.62	2.67	2.85	2.71	2.73	3.01	2.62	2.82	2.97	2.67	2.77	2.93
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	76	69	43	67	56	18	96	91	70	92	86	73
	2年期	40	42	26	24	23	22	81	78	35	88	56	43
	3年期	14	16	11	13	10	8	39	27	7	75	29	16
	4年期	4	4	5	5	5	8	25	10	6	34	10	6
	5年期	4	5	6	5	5	6	12	8	6	16	6	6
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	96	90	75	86	79	30	99	99	99	95	97	92
	2年期	33	30	21	19	19	23	85	86	45	91	54	36
	3年期	13	14	16	13	13	18	35	27	17	73	23	21
	4年期	13	13	15	12	12	19	36	22	17	32	21	17
	5年期	11	14	17	13	13	17	17	21	17	20	19	19
当前利率水平		企业债			永续期产业债			非公开产业债			普通金融债		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
	1年期	2.35	2.45	2.51	2.48	2.53	2.62	2.45	2.58	2.62	2.23	2.31	2.39
	2年期	2.44	2.57	2.64	2.59	2.67	2.77	2.54	2.73	2.81	2.33	2.41	2.55
	3年期	2.51	2.61	2.78	2.63	2.74	2.92	2.67	2.84	2.90	2.40	2.48	2.62
4年期	2.58	2.71	2.88	2.71	2.84	3.21	2.81	3.05	3.26	2.45	2.53	2.70	
5年期	2.65	2.78	2.95	2.76	2.94	3.30	2.84	3.15	3.32	2.49	2.57	2.74	
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	97	93	67	92	70	18	69	57	28	92	92	77
	2年期	88	82	35	61	34	9	29	32	10	91	91	77
	3年期	46	19	12	21	9	7	18	5	3	65	48	50
	4年期	35	8	5	9	7	5	12	7	5	54	32	43
	5年期	25	6	5	6	6	5	4	4	2	30	16	23
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	99	99	99	100	97	33	96	84	57	94	96	96
	2年期	90	83	44	36	34	22	29	36	30	95	94	100
	3年期	30	20	21	20	21	20	19	13	10	39	37	77
	4年期	33	20	15	19	20	15	15	19	15	66	57	89
	5年期	24	16	13	15	18	14	6	11	5	37	34	53

注：数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数，永续债利差滚动三年分位数为2021年8月16日以来。

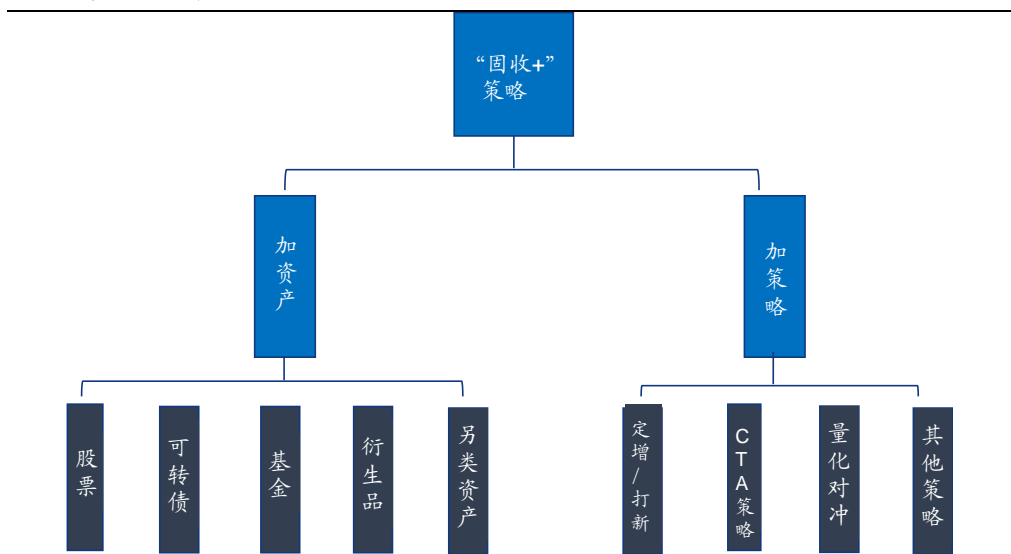
资料来源：Wind，海通证券研究所

回撤相对可控且增强收益的产品需求旺盛，“+”的角度看，固收+分为加资产/加策略。固收+的投资相对丰富，加资产包括股票、可转债、基金、衍生品、另类资产等；策略上包括打新或定增策略、量化对冲、CTA 策略等。

**加资产中**，加股票以及可转债等权益类资产相对较为普遍，一般股债存在跷跷板效应，可以平滑波动；可转债具有股性和债性，在债强（估值环境较好）和股强（能提升平价）时都可能有一定收益。另外，也可以通过 FOF 配置行业指数等，或者通过股票型基金参与权益。对于衍生品，在固收+中相对较少，或因为波动相对较大，并且国内衍生品市场种类相对没有那么丰富，另类资产亦是如此。

**加策略中**，公募基金等机构还是以打新或定增策略为主，CTA 策略（管理人以交易各类商品期货、股指期货为主，主要还是以量化策略为主）等多为私募。

图2 部分固收+策略

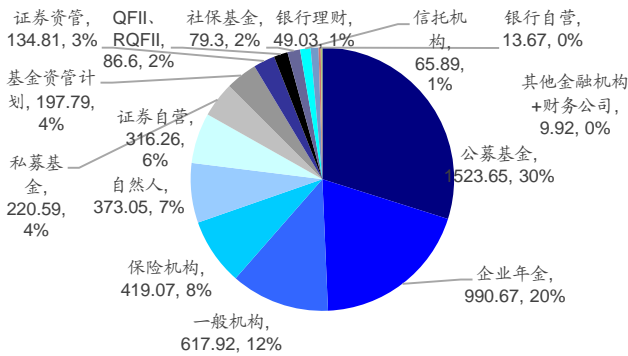


资料来源：海通证券研究所整理

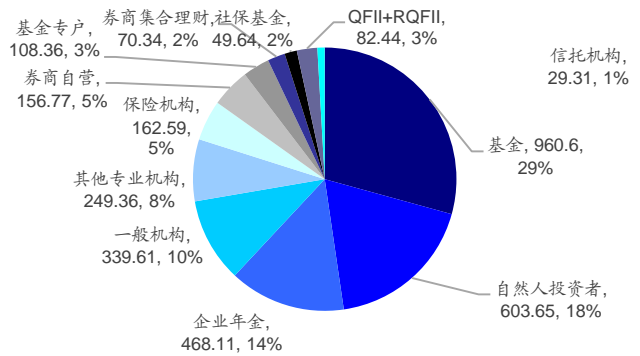
## 2. 转债参与者以机构为主

机构投资者中以基金为主，年金近年来上升较快，保险等机构占比相对较高。从上交所公布的转债持仓数据来看，基金是转债市场最大的机构投资者，截至 24 年 3 月末上交所与深交所持有人结构中占比分别为 30%、29%；其次是年金、保险等，近年来，年金转债持仓占比上升较快，已经成为第二大机构持有人。外资方面，QFII 及 RQFII 转债投资规模不大，截至 24 年 3 月末两地交易所规模均在 80-90 亿元。

非机构投资者主要是一般法人（发行人原股东等）和自然人。与上交所相比，深交所转债持有人中，自然人的持有占比更高一些，截至 3 月末在总持有人中占比约在 18%，上交所约在 7%，一定程度可能与两地交易所上市股票风格有关。

**图3 可转债持有人结构（上交所，亿元）**


资料来源：上交所，海通证券研究所，截至 24 年 3 月末

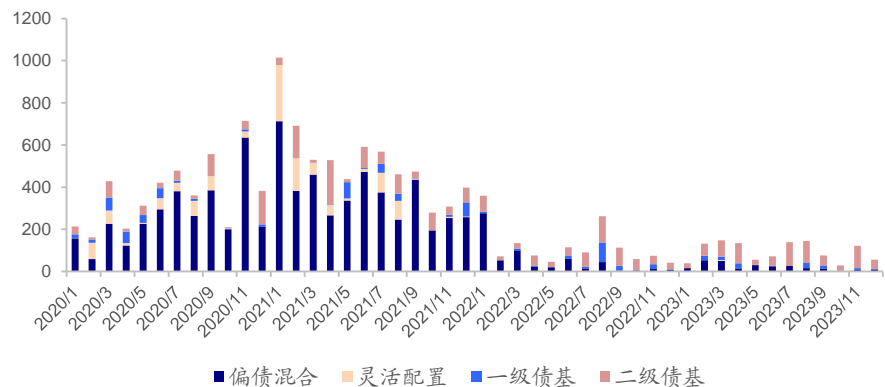
**图4 可转债持有人结构（深交所，亿元）**


资料来源：深交所，海通证券研究所，截至 24 年 3 月末

## 2.1 基金：关注固收+基金

公募基金对转债的不同需求主要体现在仓位及标的弹性上，由于基金性质的限制，偏债混合、二级债基等可以通过二级市场参与股票+可转债行情，老产品中转债与纯债合并仓位，权益市场较好时可以通过转债提高参与度，增强账户的超额收益，但一级债基一般不直接从二级市场买入股票，需要通过可转债等参与权益行情。另外对于部分权益仓位较高的基金，配置转债的意义主要是降低回撤，更偏好稳健型标的。

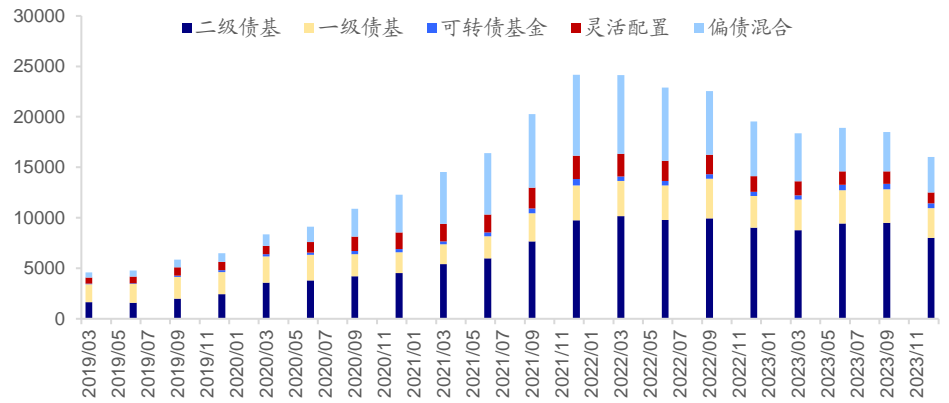
其中固收+基金是转债配置的主要力量，22年以来固收+基金发行偏缓，新发规模不及此前。考虑持有转债较多的固收+类型基金（一级、二级债基、偏债混合及灵活配置），23年、22年及21年全年分别新发1148.2亿份、1442.3亿份、6282.7亿份。22年之前偏债混合型基金发行较多，占主要部分。

**图5 转债仓位较高的主要类型基金新发行情况（亿份）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

存量广义固收+规模22年以来明显下滑。对于广义固收+类型基金，主要考虑一级债基、二级债基、偏债混合及灵活配置（灵活配置季度最高股票仓位不超过40%），并剔除季度无数据的新发基金，以及季度最高股票+转债仓位小于5%的基金。23Q4存量广义固收+基金规模约1.6万亿（21Q4高点约为2.4万亿），23年四季度下滑明显。

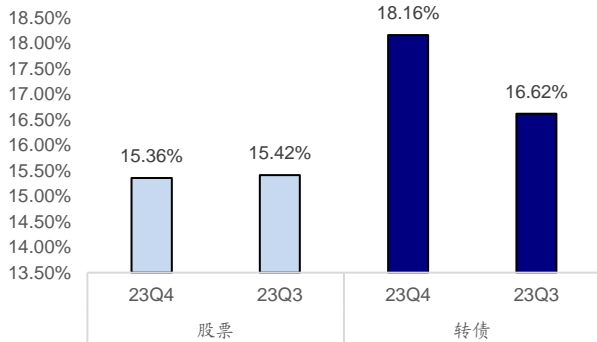
狭义固收+方面，我们选取四个季度或成立以来权益类资产（股票+可转债+可交债）平均仓位在10%-30%的一级债基、二级债基、偏债混合及灵活配置基金，23Q4狭义固收+基金规模大约0.85万亿。

**图6 存量广义固收+基金规模 22 年以来降幅明显 (亿元)**


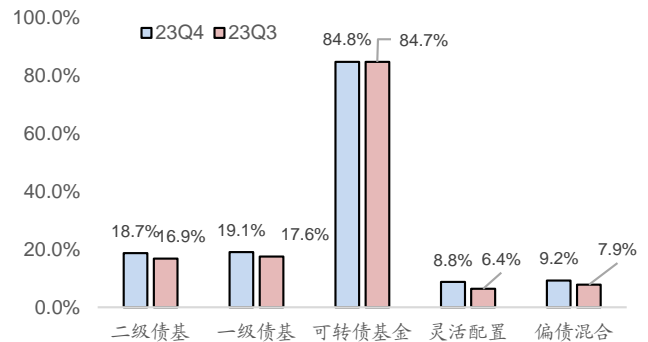
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**仓位上:** 转债基金由于合同规定仓位较高, 截至 23Q4 转债平均仓位约为 85%, 固收+基金中, 一级债基 Q4 转债仓位略高于二级债基, 均在 17-19%, 灵活配置及偏债混合转债仓位偏低, 灵活配置基金股票仓位更高, 转债仓位低于偏债混合。

**新发债基转债和股票合并仓位, 对于转债配置意愿更多取决于性价比。** 例如交银稳进丰利六个月持有 A 和信澳鑫悦智选 6 个月持有 A, 根据基金合同, 投资转债、交债和股票的合计仓位在 10%-30%之间, 一定程度上限制债基中权益类资产的仓位, 分散风险, 在合并仓位中, 具体配置转债和股票的比例, 主要依据性价比以及账户的弹性需求等。

**图7 23Q4 广义固收+基金仓位变化**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

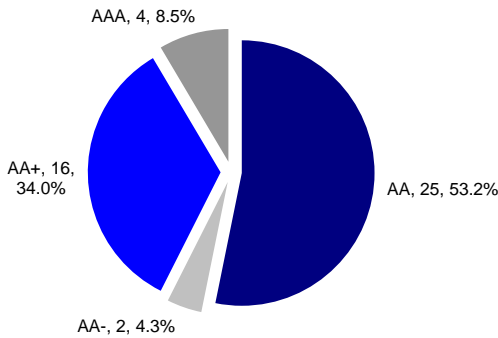
**图8 广义固收+基金转债仓位情况**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

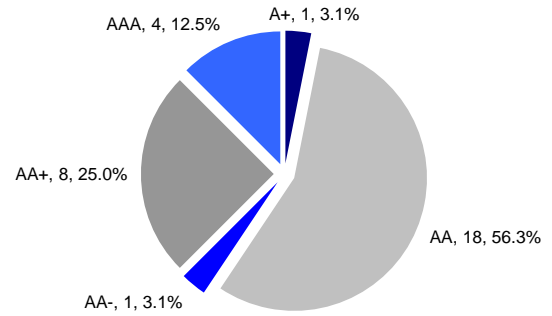
## 2.2 中长期稳健投资机构: 年金、保险、社保

社保投资评级要求相对较高, 年金对转债投资的评级约束相对基本养老保险和社保较少。参考存量转债 23 年中报披露的前十大持有人的情况数据 (难以全面反映实际持仓的具体情况和比例), 我们推测, 总体持仓中社保、基本养老保险持有高评级 (AA 及以上) 转债的比例较高; 年金持有中低评级转债比例或高于社保、保险。

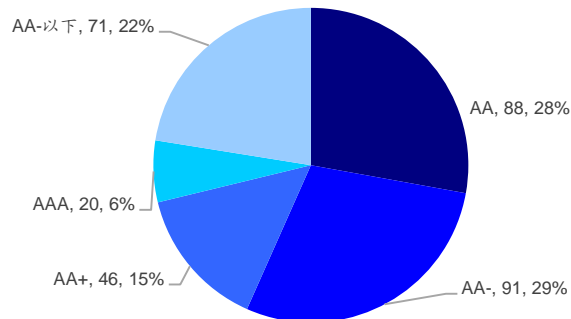


**图9 23H1 转债前十大持有人包含社保的评级分布（只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 23H1 转债前十大持有人包含基本养老保险的评级分布（只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

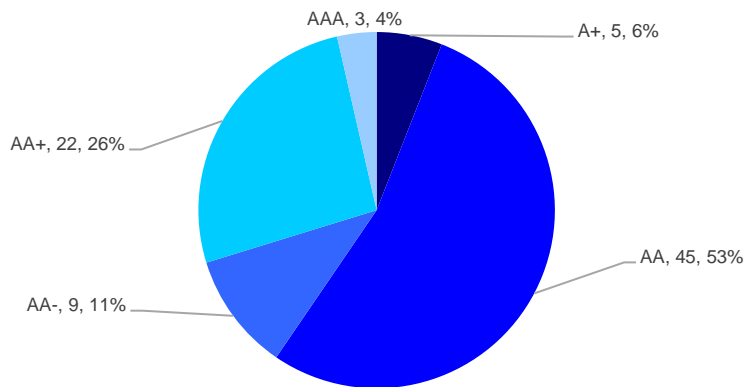
**图11 23H1 转债前十大持有人包含企业年金和养老金产品的评级分布（只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**保险投转债要求放松，但需要参考内部评级。**《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》<sup>1</sup>取消了保险资金可投金融企业（公司）债券白名单要求以及外部信用评级要求；对于非金融企业债券，《通知》根据保险机构信用风险管理能力和抗风险能力，分类设置最低外部信用评级要求。此前，险资转债投资主要受限于外部评级的等级（AA及以上）以及评级公司等，并且对转债主体净资产有一定要求，本次《通知》主要根据上季末综合偿付能力充足率对最低外部评级进行要求（200%及以上取消，120%及以上要求BBB及以上），要求较为宽松。然而，由于险资机构已经建立了相对完善的内部评级体系，在进行投资时，他们通常会综合考虑内部评级和外部评级，且内部评级在投资决策中所占的比重也较高。总体而言，险资对中低评级转债的投资在逐渐突破。

<sup>1</sup> [https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-11/20/content\\_5652137.htm](https://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-11/20/content_5652137.htm)

图12 23H1 转债前十大持有人包含保险的评级分布（只）



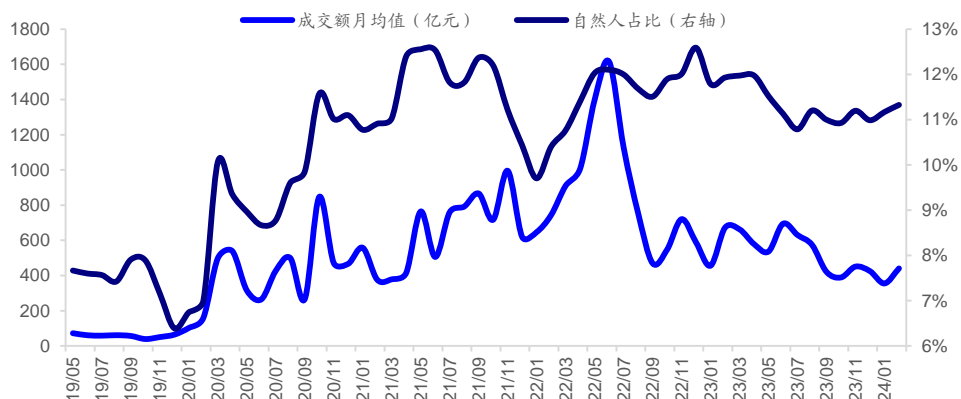
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 2.3 自然人的影响有多大？

历史上几次炒作现象发生与自然人投资行为关系较大。参考近年来转债市场成交额的变化可知，转债市场成交额的明显上升与自然人的投资大幅增加有一定相关性。20年10月，转债市场（含EB）成交额环比上涨219.06%，同期转债市场的自然人投资者比例环比增加1.72pct，22年2-5月，自然人持仓比例上升较快，转债市场月均成交额也大幅上升。

22年7月，沪深交易所发布《可转换公司债券交易实施细则》，对转债涨跌幅限制、交易异常波动等强化监管，之后成交额基本在350-550亿元区间内波动，同期自然人持仓比例波动幅度也较小。一方面转债交易的规则是T+0，相较于股票更为灵活，另外20年以来上市破面转债较少，打新网上申购额也大幅提升，自然人参与度提高之下，对转债市场的影响不容忽视。

图13 转债持仓中自然人的比例与转债市场成交额对比（%）

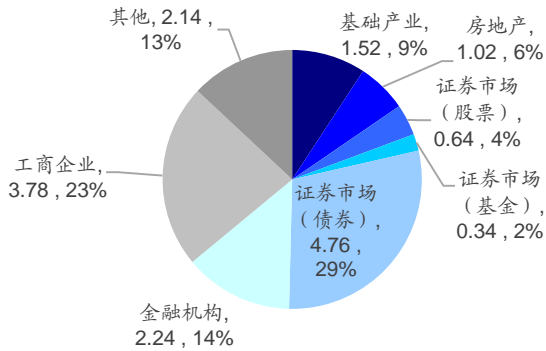


资料来源：深交所、上交所、Wind，海通证券研究所

### 2.4 其他机构：信托、券商、理财等

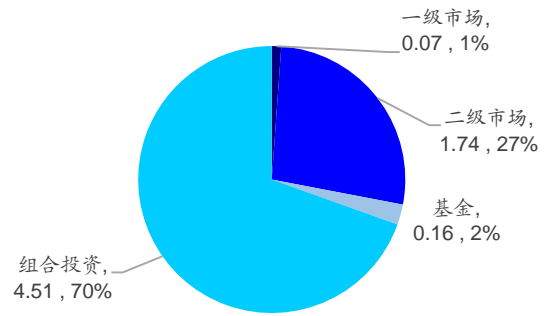
信托公司业务转型过程中逐步关注转债。此前信托公司一定程度依赖通道业务、房地产信托业务等融资类信托，如今去通道持续，且地产风险暴露的背景下监管趋严，传统政信业务拓展受限，信托公司面临着转型压力，例如标准化业务的证券类信托，也是重点发展方向之一。信托公司在转债领域采取多样化的投资策略。

图14 资金信托余额及其投向分布 (万亿元)



资料来源: 中国信托业协会, 海通证券研究所, 截至 23Q3

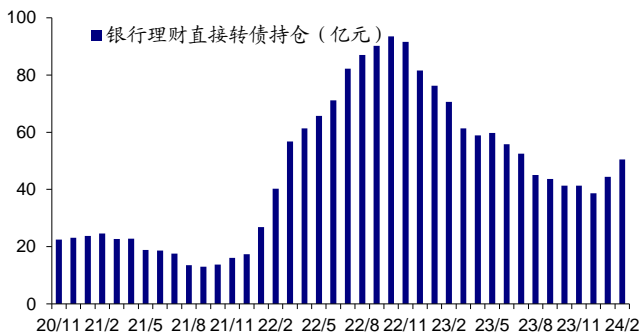
图15 证券投资信托余额及其投向分布 (万亿元)



资料来源: 中国信托业协会, 海通证券研究所, 截至 23Q3

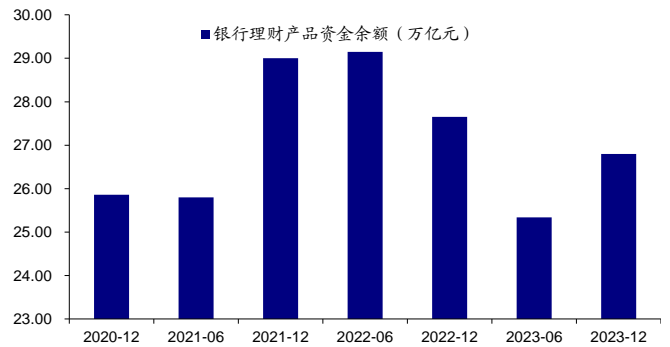
理财资金投转债主要以间接投资转债为主。银行理财主要通过委外方式投资于转债, 例如购买二级债基等, 从上交所持有人结构变化来看, 近年来银行理财直接转债持仓市值先增后减, 同时理财向净值化转型后, 申赎行为对债市产生了显著影响, 例如 22 年四季度的负反馈。截至 2023 年 12 月末, 银行理财产品资金余额为 26.8 万亿元, 环比 6 月继续上升。

图16 上交所银行理财直接转债持仓 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

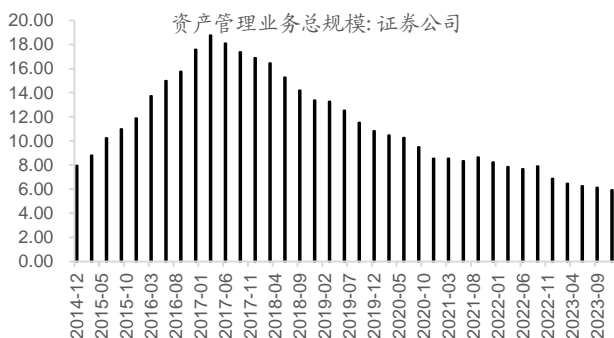
图17 银行理财产品资金余额 (万亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

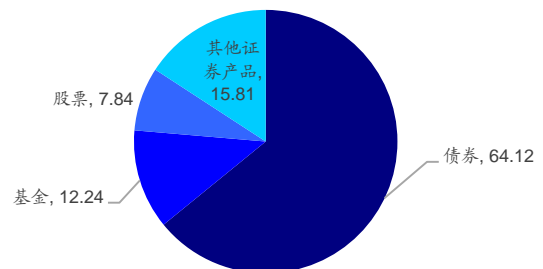
券商自营和资管在转债市场机构投资者中占比不高。券商自营与资管的资金来源和诉求有一定区别, 在投资上, 券商自营债券投资以利率和信用债为主, 但需求开始多样化, 券商资管通道业务等受监管政策的影响, 业务规模有一定萎缩, 另外负债端有一定的收益率压力, 随着券商资管行业转型, 券商资管投资转债的需求有一定提升, 但总体而言, 这两类机构在转债市场中占比相对较小。

图18 券商资产管理业务总规模 (万亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图19 券商自营业务金融产品投资规模构成 (%)

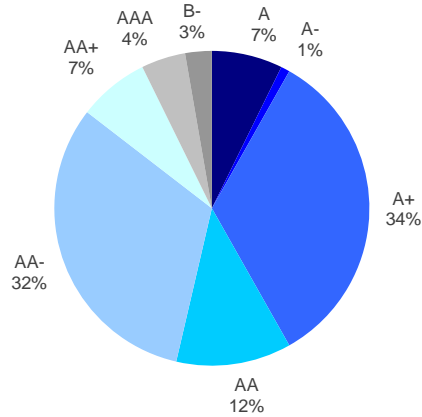


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2021 年末

私募投资风格比较灵活, 评级要求相对宽松。私募的投资约束相比于公募等机构较

少，可以利用转债 T+0 交易的特性做日内量化策略。另外也有一些私募在转债价位不高时大幅增持，例如林园投资多次公告增持转债例如华体、乐普、瀛通等，上海睿郡资产公告增持拓斯转债等等。从 23H1 转债半年报公布的前十大持有人里包含私募的转债评级分布可以看出，私募或对转债评级要求相对更宽松。

图20 23H1 转债前十大持有人包含私募的评级分布（只）

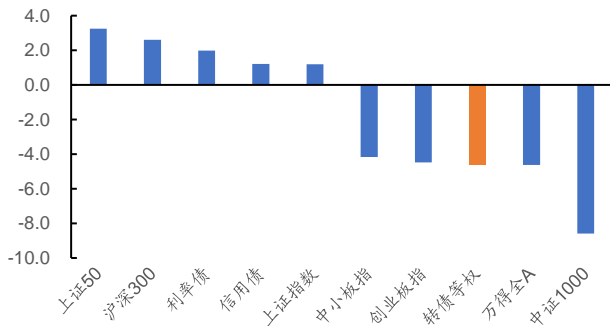


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 3. 今年转债需求怎么看？

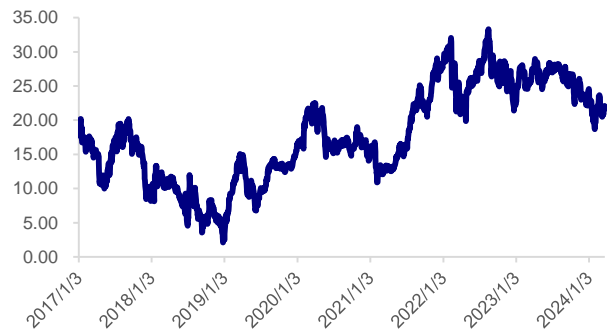
**目前转债与股票比价看：**整体平均价位尚可，更多的特性在于债市偏强之下的抗跌性。截至 24 年 3 月 22 日，转债价格中位数 113.02 元，百元平价溢价率 21.72%，分别处在 17 年以来/21 年以来由低到高 66%/47%分位数，低价债性券溢价率在历史较高位置（债底系统性抬升支撑价格但平价较低）。另一方面，如果考虑 21 年估值系统性抬升以来的情况，目前水平则不算高，尤其是平衡及偏股型。我们认为货币政策维持稳健宽松，估值大幅向下可能性较低，短期转债与股票比价或难反转。

图21 今年以来主要资产涨跌幅情况（%）



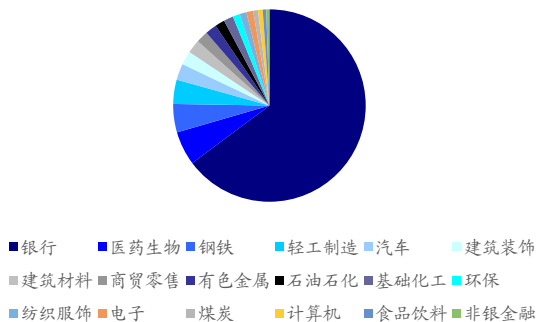
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 3 月 28 日

图22 转债百元平价溢价率（%）

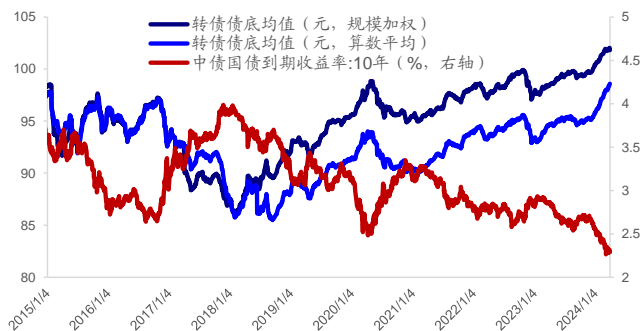


资料来源：Wind，海通证券研究所

**目前转债与纯债比价看：**部分债性标的性价比或优于同等类型纯债，近几年由于无风险利率下行，转债债底相较于 18 年有明显抬升，我们筛选截止 3 月末剩余期限 3 年内，YTM 大于 2%且评级 AA 及以上的转债，规模大约 1200 亿左右，其中也包括 4 只债性银行转债，且与相同主体相同剩余期限的纯债相比，YTM 有一定优势。总体而言这类策略有一定容量。

**图23 样本转债行业分布情况（按规模）**


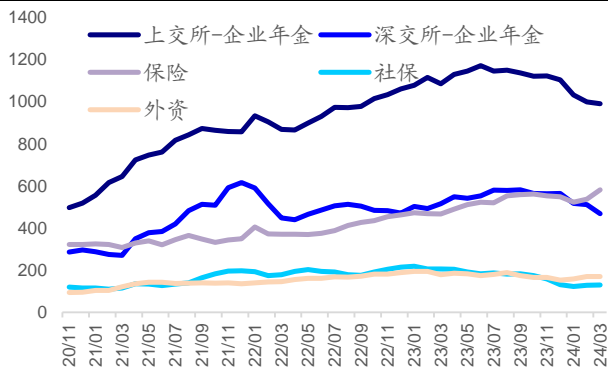
资料来源：Wind，海通证券研究所，截止3月末剩余期限3年内，YTM大于2%且评级AA及以上的转债

**图24 转债债底系统性抬升**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**市场担忧的问题主要有：**（1）若考虑转债的弹性，选择平衡或偏股型品种，正股业绩或热点尤为重要，资金可能会担心业绩兑现问题，以及热点的持续性，同时目前转债市场成交比较平淡，小规模标的难以买到足够的量，同时新发标的减少，进入存量博弈；（2）若考虑转债的债性，定价体系与弹性标的相差较多，以往资金对于转债最终转股退出的预期可能会有改变，当前部分转债下修意愿不明朗，不下修使得期权转为深度虚值期权，而转债前几年票息相对较低，YTM主要依靠最后2年票息和到期赎回价，纯债替代持有期限较长，机会成本较高。

**基金 23Q4 仓位已到历史高位，后续关注保险、理财等资金外溢需求。**公募基金转债持仓整体在历史高位，新发固收+节奏缓慢，年金及基金转债持仓市值今年明显下降（也与一季度退市转债规模较大有关），保险机构资金成本相对固定，长久期高评级的纯债收益率也已经相对较低，且信用债行情比较极致，后续关注随着转债性价比可能改善后，相关资金为满足负债端成本要求而外溢的需求。

**图25 主要机构转债持仓市值变化（亿元）**


资料来源：上交所、深交所，海通证券研究所

**图26 公募基金转债仓位情况**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

## 信息披露

### 分析师声明

郑子勋 固定收益研究团队  
王巧喆 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。