

供给冲击前世今生全解析

2017年2月15日

投资要点

- ❖ 供给冲击是转债市场永恒的话题，特别对于目前转债发行实质性停滞的状况极具现实意义，我们判断 2017 年上半年新券发行或能开闸，而待发新券规模目前已经超越存量规模，同时待发个券中积压了不少大盘银行转债，潜在的供给冲击不可忽视也成为市场投资者的隐忧。因此有必有回看历史数据，大盘转债发行对当时市场冲击几何，存在哪些必须考虑的影响因素，从而对未来冲击是否会发生以及影响提供指引。本篇转债基础研究报告将力求能够回答上述问题。
- ❖ **供给冲击发生的标志与环境变量指标：**前一个问题关注冲击可能发生的时间点，供给冲击可能会在时点事件前就开始产生影响，因为从往来看供给速度与节奏具有可预期性（当下的情形属于非常态现象）。我们主要观察三个时点（转债预案公告，转债预案证监会发审会审核通过，以及最终可转债发行）前后一段时间各种指标的变化情况。第二个问题则是**需要收集的变量指标**，对于转债市场本身，我们主要测定标的**平均溢价率、平均平价以及转债指数**；对于权益类市场与债券市场的走势，我们选用**同期上证指数以及十年期国债收益率**来代表；最后我们还纳入两个复合指标，一是**新发个券规模与存量规模之比**，二是**转债市场的供给周期**。
- ❖ **回溯历史，我们将大盘转债的供应周期划分为三轮：**第一轮：2010 年 1 月中国银行转债预案公告至 2011 年 2 月石化转债发行；第二轮：2011 年 8 月石化转债二期预案公告至 2014 年 10 月浙能转债发行；第三轮：2016 年 1 月宁波银行转债预案公告至今。
- ❖ **我们所观察的供给冲击时点颇多，且影响因素存在多种排列组合**，但从结果来看共有三次明显的供给冲击对估值产生明显负面影响的例子。另外有多次估值虽然存在压缩趋势，但转债价格受正股上涨对冲并没有随之下跌，因而供给冲击对估值表现我们定义为略有影响。剩余时点则难以判断估值受到供给冲击。
- ❖ **供给冲击受制于多重因素，但存在可循规律：**1、三轮大盘转债供给周期开启时，第一次时点冲击的影响均较大。大盘转债预案公布时期均不可预测，特别在市场上许久未曾新发大盘转债时，新预案的公布会对投资者情绪产生较大影响。同时大盘转债预案重启均表明新一轮大盘转债供给周期的开闸，因此第一时点冲击较大。2、从同一只转债发行历程三大关键节点来看，**预案冲击最大，核准其次，发行节点影响较小**。主要原因在于预案时点随机性最大，因而冲击最大。核准在上会预案会提前一周公告，波动区间居中。发行时点前，市场大多会提前做好准备从而平滑冲击。3、**供给冲击的负面效用还与正股趋势以及转债价格溢价所处位置有关**。当正股弱势，转债价格与溢价的组合处于股债结合区间，供给冲击一般会产生明显的负面影响。若正股上涨，则可以对冲估值压缩；亦或是转债处于股性区间或是债性区间，将会主要受到正股支撑或是债底支撑，转债价格主动向下空间有限。这一论断同样适用于个券受供给冲击大小的判断。总结来看，转债供给冲击产生明显的副作用出现概率有限，需满足较多的前置条件。目前转债市场与过往不同，此轮供给周期中大盘转债发行节奏明显受到外界因素干扰，市场难以形成一致预期，所以我们认为目前这一轮供给大周期中还可能存在一定的小周期可能。短期来看待后续转债批文下发可视为第三轮大盘转债供给周期的重启，同时叠加市场存量较低，恐会对市场估值形成压制，具体压力大小还需视重启时转债所处位置进一步判断。



中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

刘斌

电话：010-60838415

邮件：lbin@citics.com

执业证书编号：S1010512090004

联系人：余经纬

电话：010-60836745

邮件：yujingwei@citics.com

目录

供给冲击的标志与环境变量指标..... 1

回溯历史：每轮冲击影响各不同..... 1

供给冲击受制于多重因素..... 5

插图目录

图 1：大盘转债的三轮供给周期..... 2

图 2：第一轮供给周期 3

图 3：第二轮供给周期 4

图 4：第三轮供给周期 4

表格目录

表 1：历史至今大盘转债统计表..... 1

表 2：供给冲击影响列表 2

供给冲击是转债市场永恒的话题，特别对于目前转债发行实质性停滞的状况极具现实意义，我们判断 2017 年上半年新券发行或能开闸，而待发新券规模目前已经超越存量规模，同时待发个券中积压了不少大盘银行转债，潜在的供给冲击不可忽视也成为市场投资者的隐忧。因此有必回看历史数据，大盘转债发行对当时市场冲击几何，存在哪些必须考虑的影响因素，从而对未来冲击是否会发生以及影响提供指引。本篇转债基础研究报告将力求能够回答上述问题。

供给冲击的标志与环境变量指标

在具体回顾分析前，我们需要明确两方面问题，一是供给冲击的可能发生标志有哪些，二是供给冲击可能发生时我们需要收集哪些环境变量指标。

对于第一个问题其实就是关注冲击可能在哪些时点发生。我们定义大盘转债为发行规模供给大于等于 100 亿元的个券，历史至今共实际发行 6 支大盘转债，1 支大盘转债未能成功发行，而目前有 3 支大盘转债拟发行其中 2 支获得批文。供给冲击可能会在时间节点前就开始产生影响，因为从往常来看供给速度与节奏具有可预期性（目前市场情形属于非常态现象）。因此我们主要观察三大关键节点前后一段时间各项指标的变化情况，三大关键节点包括转债预案公告，转债预案证监会发审会审核通过，以及最终可转债发行（拿到批文）。

表 1：历史至今大盘转债统计表

转债代码	转债简称	发行规模（亿）	正股简称	正股代码	预案公告日	审核通过日	发行公告日
113001.SH	中行转债	400	中国银行	601988.SH	2010-01-23	2010-05-24	2010-05-31
113002.SH	工行转债	250	工商银行	601398.SH	2010-03-26	2010-08-18	2010-08-26
110015.SH	石化转债	230	中国石化	600028.SH	2010-03-29	2010-12-29	2011-02-18
		300	中国石化	600028.SH	2011-08-29	2013-07-11	
110023.SH	民生转债	200	民生银行	600016.SH	2012-02-23	2012-07-25	2013-03-13
113005.SH	平安转债	260	中国平安	601318.SH	2012-12-19	2013-03-27	2013-11-20
110029.SH	浙能转债	100	浙能电力	600023.SH	2014-03-31	2014-08-27	2014-10-09
		100	宁波银行	002142.SZ	2016-01-19	2016-05-21	
		300	光大银行	601818.SH	2016-06-07	2017-01-18	
		400	中信银行	601998.SH	2016-08-26		

资料来源：Wind，中信证券研究部

第二个问题则是需要收集的环境变量指标。对于转债市场本身，我们主要测定市场平均溢价率、平均平价以及转债指数。此外我们还将同期上证综指以及十年期国债收益率用来代表权益类市场与债券市场的走势。最后我们还纳入两个复合指标，一是新发个券规模与存量规模之比，二是转债市场的供给周期。

回溯历史：每轮冲击影响各不同

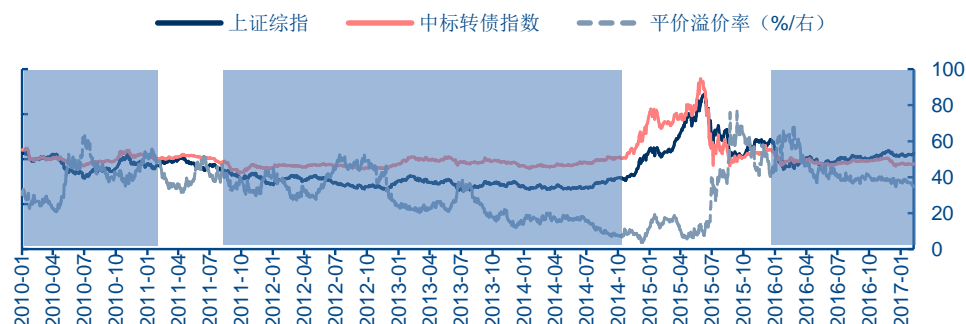
值得注意的是市场大盘转债的供给具有明显的周期特征，并非单个孤立事件出现。我们根据表 1 可以初步划分出三轮大盘转债供给周期，而目前我们正处于第三轮周期之中。

第 I 轮：2010 年 1 月中国银行转债预案公告至 2011 年 2 月石化转债发行。

第 II 轮：2011 年 8 月石化转债二期预案公告至 2014 年 10 月浙能转债发行。

第 III 轮：2016 年 1 月宁波银行转债预案公告至今。

图 1：大盘转债的三轮供给周期



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：上证综指与中标转债指数已被调整后可比

我们通过表 2 总结出每一次关键时点附近前述诸多指标的变化情况。从表 2 来看，我们所观察的供给冲击时点颇多，且影响因素存在多种排列组合，但从结果来看共有三次明显的供给冲击对估值产生明显负面影响的例子，每次估值冲击下个券估值压缩的比例大致在 2%-10% 之间，从结构来看处于股债混合区间的个券受影响较大。另外有多次估值虽然存在压缩趋势，但转债价格受正股上涨对冲并没有随之下跌，因而供给冲击对估值表现我们定义为略有影响。剩余时点则难以判断估值受到供给冲击。

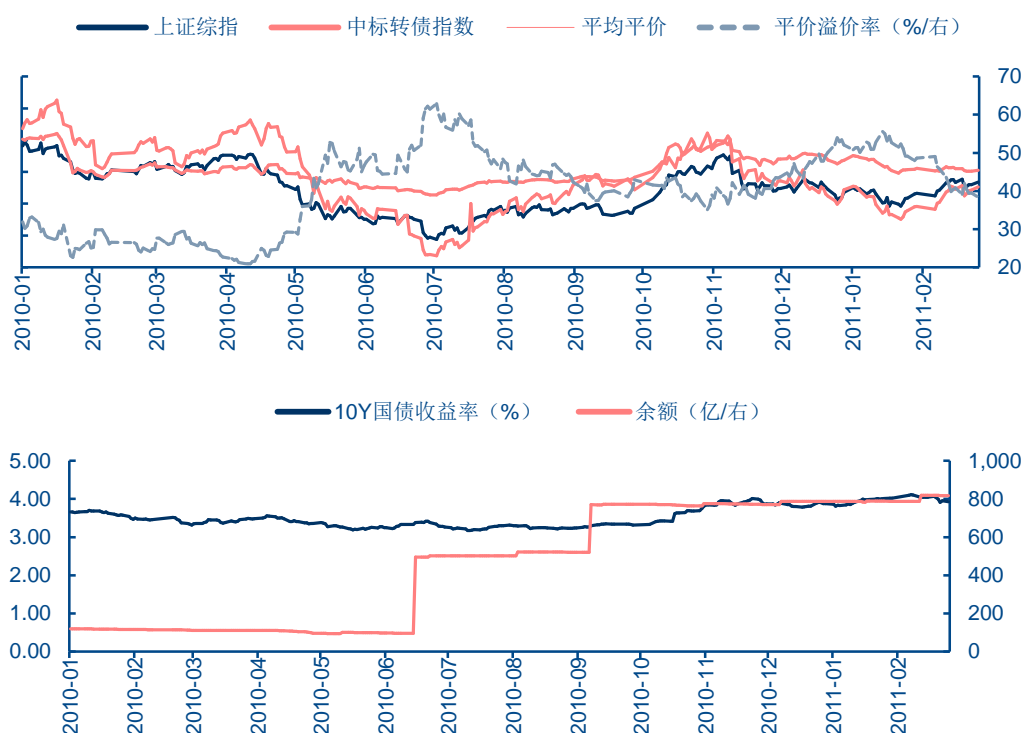
表 2：供给冲击影响列表

标的	事件	时间节点	转债指数	平均溢价率 (相对值)	平均平价 (绝对值)	上证综指	10Y 国债 收益率	新发规模 与存量规 模比	供给 周期	供给冲击影响	备注
中国银行	预案	2010/1/23	下跌	压缩 (22.97%)	下跌 (114.13)	下跌	下行	343%	I	影响较大，估值明显压缩	同期唐钢转债转股价下修
工商银行	预案	2010/3/26	震荡	压缩 (24.86%)	上涨 (107.17)	震荡上涨	上行	225%	I	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
中国石化	预案	2010/3/29	震荡	压缩 (24.35%)	上涨 (108.02)	震荡上涨	上行	207%	I	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
中国银行	核准	2010/5/24	震荡	压缩 (46.32%)	上涨 (92.04)	上涨	震荡	403%	I	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
中国银行	发行	2010/5/31	震荡	扩张 (48.26%)	下跌 (89.12)	下跌	上行	407%	I	影响较小，正股下跌，估值被动扩张	
工商银行	核准	2010/8/18	震荡	压缩 (44.02%)	上涨 (93.04)	上涨	震荡	48%	I	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
工商银行	发行	2010/8/26	震荡上涨	压缩 (47.04%)	上涨 (90.09)	上涨	震荡	48%	I	影响较小，正股上涨，估值被动压缩	
中国石化	核准	2010/12/29	上涨	压缩 (52.91%)	上涨 (90.61)	上涨	上行	29%	I	影响较小，正股上涨，估值被动压缩	
中国石化	发行	2011/2/18	震荡	压缩 (40.82%)	上涨 (94.60)	上涨	下行	28%	I	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
中国石化	预案	2011/8/29	下跌	压缩 (35.44%)	下跌 (82.17)	下跌	震荡	27%	II	影响较大，估值明显压缩	
民生银行	预案	2012/2/23	走平	压缩 (29.91%)	上涨 (80.04)	上涨	震荡	17%	II	影响较小，正股上涨，估值被动压缩	
民生银行	核准	2012/7/25	震荡	压缩 (50.41%)	上涨 (73.17)	震荡	上行	16%	II	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	
平安银行	预案	2012/12/19	上涨	压缩 (27.09%)	上涨 (82.71)	上涨	震荡	21%	II	影响较小，正股上涨，估值被动压缩	
民生银行	发行	2013/3/13	上涨	压缩 (23.07%)	上涨 (93.58)	震荡	下行	16%	II	影响较小，正股上涨，估值被动压缩	
平安银行	核准	2013/3/27	下跌	扩张 (21.83%)	下跌 (97.98)	下跌	下行	18%	II	影响较小，正股下跌，估值被动扩张	
中国石化	核准	2013/7/11	下跌	震荡 (31.87%)	下跌 (86.72)	上涨	上行	22%	II	略有影响，正股下跌，估值震荡	石化转债一期受冲击较大
平安银行	发行	2013/11/20	震荡	压缩 (15.88%)	上涨 (95.97)	上涨	震荡	19%	II	略有影响，正股上涨，估值被动压缩	

标的	事件	时间节点	转债指数	平均溢价率 (相对值)	平均平价 (绝对值)	上证综指	10Y 国债 收益率	新发规模 与存量规模 比	供给 周期	供给冲击影响	备注
浙能电力	预案	2014/3/31	震荡上涨	压缩 (18.01%)	上涨 (92.01)	震荡	下行	6%	II	影响较小, 正股上涨, 估值被动压缩	
浙能电力	核准	2014/8/27	上涨	压缩 (10.28%)	上涨 (102.93)	上涨	震荡	6%	II	影响较小, 正股上涨, 估值被动压缩	
浙能电力	发行	2014/10/9	震荡	震荡 (7.47%)	震荡 (111.58)	震荡	下行	6%	II	影响较小, 估值震荡	
宁波银行	预案	2016/1/19	下跌	压缩 (55.23%)	下跌 (76.76)	下跌	震荡	28%	III	影响较大, 估值明显压缩	
宁波银行	核准	2016/5/21	震荡	震荡 (42.25%)	震荡 (84.99)	震荡	上行	22%	III	影响较小, 估值震荡	
光大银行	预案	2016/6/7	震荡	震荡 (40.21%)	震荡 (85.24)	震荡	下行	65%	III	影响较小, 估值震荡	
中信银行	预案	2016/8/26	震荡	震荡 (38.99%)	震荡 (89.32)	震荡	震荡	78%	III	影响较小, 估值震荡	
光大银行	核准	2017/1/18	震荡	压缩 (38.36%)	上涨 (84.94)	上涨	上行	54%	III	略有影响, 正股下跌, 估值震荡	

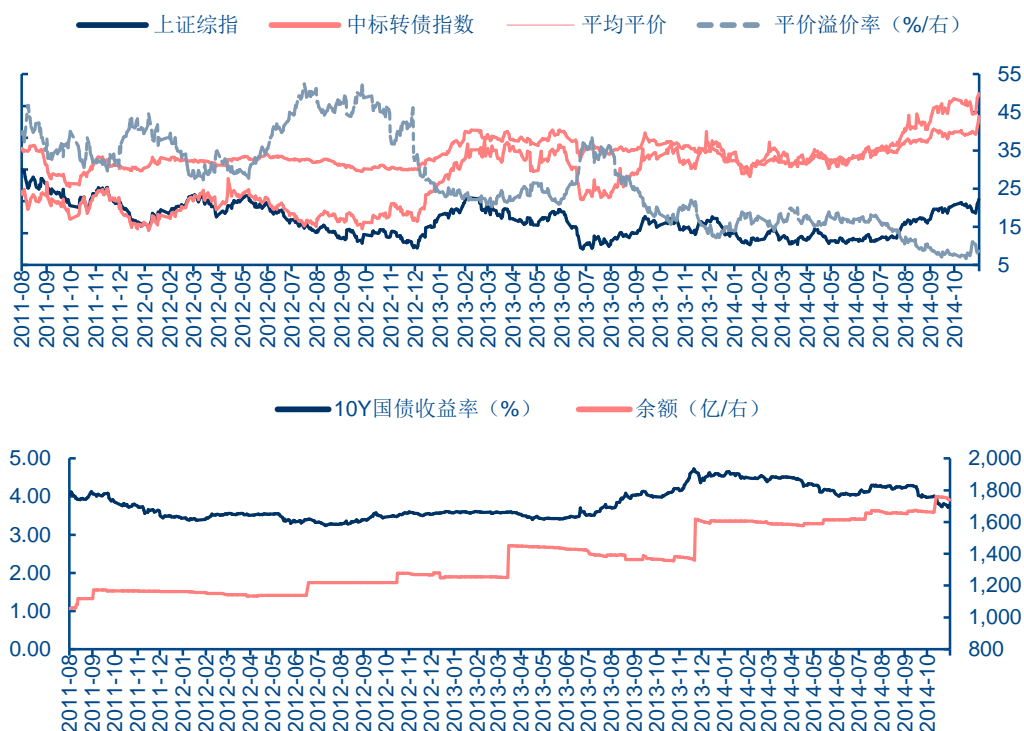
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 2: 第一轮供给周期



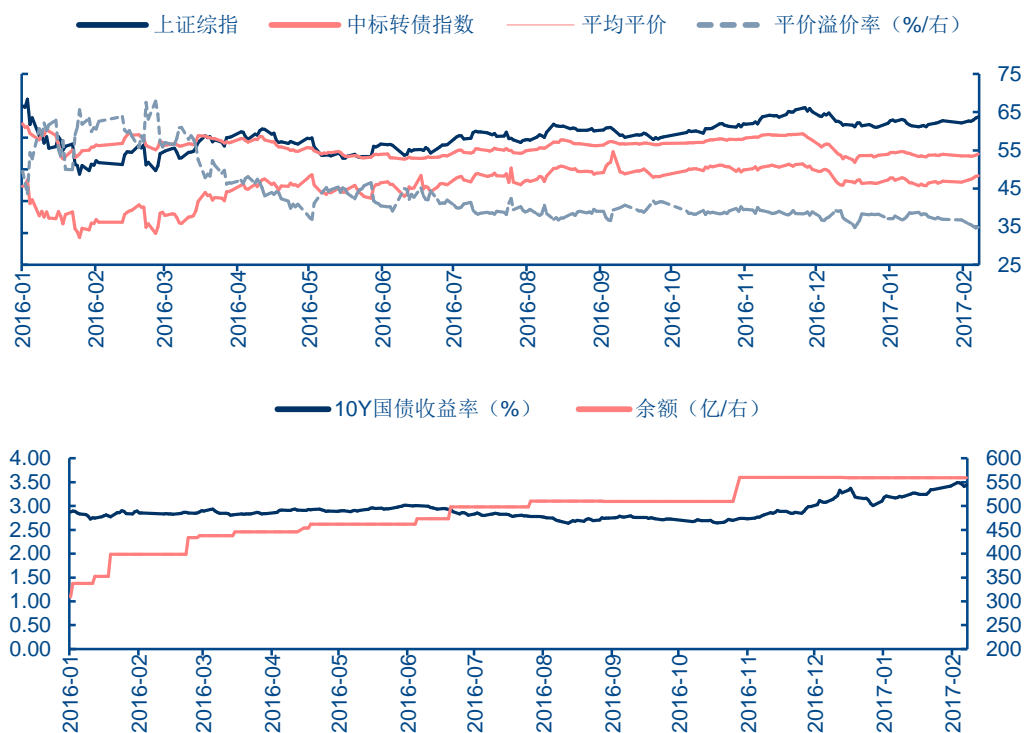
资料来源: Wind, 中信证券研究部。注: 上证综指与中标转债指数已被调整后可比

图 3：第二轮供给周期



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：上证综指与中标转债指数已被调整后可比

图 4：第三轮供给周期



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：上证综指与中标转债指数已被调整后可比

供给冲击受制于多重因素

通过前述回溯历史各环境变量的状态，我们可以发现供给冲击影响大小受制于多重因素，但也存在一定的规律可以遵循。

1、三轮大盘转债供给周期开启时，第一次时点冲击的影响均较大。无论是 2010 年 1 月中行转债开启大盘转债帷幕，或是 2011 年 8 月石化转债二期预案，还是去年 1 月宁波银行转债预案，均对市场估值产生较大影响。大盘转债预案公布时期均不可预测，特别在市场上许久未曾新发大盘转债时，新预案的公布会对投资者情绪产生较大影响。从历史来看，一旦时隔一段时前大盘转债预案重启均表明新一轮大盘转债供给周期的开闸，后续必定会有更多相关预案公告。

2、从同一只转债发行历程三大关键节点来看，预案冲击最大，核准其次，发行节点影响较小。预案与核准时点均难以预估，特别是预案时点具有随机性，因而冲击最大。核准则需根据证监会上会节奏安排，具有较大的波动区间，但好在上会预案会提前一周公告。发行时点从正常情况来看，在核准后一个月以内，市场大多会提前做好准备从而平滑冲击。16 年下半年以来转债过会后批文下发实质性暂停并非常见现象。

3、供给冲击的负面效用还与正股趋势以及转债价格溢价所处位置有关。从表 2 进一步可以发现，当正股弱势，转债价格与溢价的组合处于股债结合区间，正股支撑或债底支撑均不明显时供给冲击一般会产生明显的负面影响。若正股上涨，则可以对冲估值压缩；亦或是转债处于股性区间或是债性区间，将会主要受到正股支撑或是债底支撑，转债价格主动向下空间有限。这一论断同样适用于个券受供给冲击大小的判断。但值得注意的是具体的估值压缩大小难以具体量化，例如当正股下跌时从理论上来看，转债会随着下挫但估值存在内生拉大的动力，而当供给冲击发生时，名义上展现的溢价率压缩大小并非单纯有供给压力导致。不过可以明确的是股债混合区间的个券可能会有 2%-10% 估值压缩的可能。若正股上涨进行对冲则估值压缩大小更加难以明确，只是转债价格会受到支撑从绝对值表现来看相对较好。

总结来看，转债供给冲击产生明显的副作用出现概率有限，需满足较多的前置条件。目前转债市场与过往不同，此轮供给周期中大盘转债发行节奏明显受到外界因素干扰，市场难以形成一致预期，所以我们认为目前这一轮供给大周期中还可能存在一定的小周期可能。短期来看待后续转债批文下发可视为第三轮大盘转债供给周期的重启，同时叠加市场存量较低，恐会对市场估值形成压制，具体压力大小还需视重启时转债所处位置进一步判断。

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。

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。	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；
	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

其他声明

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”。

法律主体声明

中国：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。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易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载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资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。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且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的内容。

一般性声明

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

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所包含的材料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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。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。

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 2017 版权所有。保留一切权利。