

可转债专题报告

转债供需——供给冲击短期不必过多担忧

2015 年 11 月 24 日

投资要点

- ❖ 本周 IPO 将正式重启，转债新券放开再次迎来希望，本报告中我们将分析这对转债市场的供需会产生何种影响。
- ❖ **待发转债供给节奏梳理。**(1) 我们预计 5 支拿到批文的待发转债如果顺利的话将在年内发行（转债预案若到期将自动顺延）。(2) 另外 11 支尚待证监会审批的转债预案可根据进度分为两类。第一类为已经接到证监会的反馈意见并且在规定时间内给予回复，共有 5 家公司。我们预计此类公司将会陆续上会。另外一类则是其余 6 家公司。对于第一类公司如果未能在年内拿到批文则预案将会顺延至 2016 年，则与后一类 6 家公司一同面临着增补 2015 年年报的问题，因此可能过会时间会推至 2016 年第二季度及以后。如果这样，其 2015 年业绩的表现就将会影响其能否顺利拿到批文。(3) 两支可交换债预案中，中国太保已经核准，有望先行发行，本钢板材则同样还需证监会核准，预计也将顺延至 2016 年发行。
- ❖ **除去上市公司业绩因素，我们认为 2016 年对转债发行影响最大的不确定因素是注册制是否实施，以及实施后转债发行规则是否会相应调整。**由于转债发行预案需要证监会发审委审核，若新股注册制正式实施，发审委 22 年的使命或也将终结，后续转债发行如何审批就会成为重点。若也将转债审核职能下放至交易所，按照新股发行改革的方向，同样有望加快转债发行的审批上市节奏。如此，则有可能在 2016 年再次迎来一场如同 2006 年那样的转债市场大变革，发行节奏的提升有望丰富转债市场标的。
- ❖ **供给冲击短期不用过多担忧。**今年转债市场彻底沦为一个小众市场，又遭遇 IPO 暂停导致新券迟迟无法上市。市场担心在转债市场存量有限的背景下，新券的密集上市恐将给市场带来供给冲击。但我们认为，即使供给冲击来袭，目前市场的资金量也可以容纳相应市场规模的扩大，短期不必过多担忧。
- ❖ **供需展望：小众市场面目难改。**我们认为 2016 年转债市场的规模较 2015 年底可能将有较大程度的改观，但是依旧难以改变小众市场的面目。因为是否选择发行转债或可交换债依旧取决上市公司的意愿，从转债来看其优势主要在于较低的融资成本，其余相比定增等融资方式而言优势并不明显。从可交换债来看，其作为股东减持的工具可以服务于国企改革等目标，同时又不会对二级市场产生过大冲击。因此相比来看我们对 2016 年可交换债的规模与流动性持较为乐观的预期，其实从 2015 年私募市场来看可交换债的发行规模增长十分迅猛，后续公募市场可交换债值得期待。
- ❖ **转债策略方面，随着标的的增多投资可选余地增大，市场参与热情度有望提升，市场整体的估值有望更趋合理，个券行情的演绎可能会出现。**同时随着可交换债逐渐被投资者所熟悉，可能也会进一步得到机构入场配置。



中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

胡玉峰

电话：010-60836745

邮件：huyufeng@citics.com

执业证书编号：S1010514050002

目录

待发转债供给节奏梳理	1
供给冲击短期不用过多担忧	3
供需展望：小众市场局面难改	4
转债策略	4

插图目录

图 1：可转债发行一般流程及耗时	1
图 2：余额迅速下降	3

表格目录

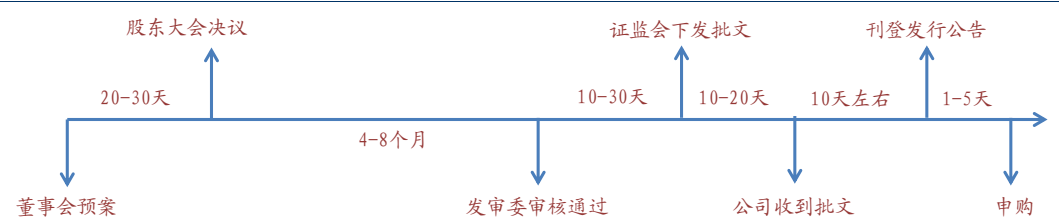
表 1：拟上市转债列表	1
表 2：11 支转债预案 2013-2015Q3 年度财报信息	2

本周 IPO 将正式重启，转债新券放开再次迎来希望，本报告中我们将分析这对转债市场的供需会产生何种影响。

供需是转债市场永恒的话题。2015 年 11 月底因为“股灾”而暂停的 IPO 重启，同时暂停的转债发行工作也有望恢复，而在 IPO 暂停期间可交换债的发行工作并没有暂停，共有两单可交换债顺利发行。

正常情况下转债从预案到发行的时间流程如下（详见专题报告《转债上市之路——一段曲折又充满诱惑的旅程》）：

图 1：可转债发行一般流程及耗时



资料来源：Wind，中信证券研究部

但是今年由于市场原因转债发行工作也戛然而止，随着 IPO 的开闸，转债新券的发行工作也将逐渐恢复，因此有必要再度审视未来转债供需情况。

供给端来看，在规模有限的背景下我们更加关注是否存在供给放量的可能。需求端方面，目前转债市场规模较小，即使加上待发转债后总规模也并不大，目前的转债市场不太可能存在需求不足的情形，因此我们更关注目前需求端机构配置转债的结构特点。

待发转债供给节奏梳理

从目前已经公布预案的列表来看，共有 16 家转债预案，其中 5 家已经拿到批文，其余 11 家还在审批流程之中。我们分类分析转债发行节奏如下。

表 1：拟上市转债列表

代码	公司名称	方案进度	审核结果公告日期	预案公告日	股东大会公告日	规模(亿)	期限(年)	反馈意见	意见回复	备注
002245.SZ	澳洋顺昌	证监会通过	2015/4/1	2015/8/4	2015/8/22	5.1	6			
600031.SH	三一重工	证监会通过	2015/5/20	2015/10/24	2015/11/10	45	6			
300058.SZ	蓝色光标	证监会通过	2015/5/29	2015/7/30	2015/8/14	25	6			
600755.SH	厦门国贸	证监会通过	2015/5/29	2015/2/4	2015/2/28	28	6			
600998.SH	九州通	证监会通过	2015/5/29	2014/11/29	2014/12/17	15	6			
601238.SH	广汽集团	股东大会通过		2015/8/1	2015/9/19	60	6			审核中
601199.SH	江南水务	股东大会通过		2014/12/30	2015/6/25	7.6	6	2015/9/24	2015/10/21	
002510.SZ	天汽模	股东大会通过		2014/11/5	2015/3/4	4.2	6	2015/8/28	2015/9/21	
600004.SH	白云机场	股东大会通过		2015/3/31	2015/4/22	35	5	2015/7/10	2015/7/22	
600496.SH	精工钢构	股东大会通过		2015/4/3	2015/4/21	7	6	2015/7/28	2015/8/18	
601015.SH	陕西黑猫	股东大会通过		2015/3/31	2015/4/22	11.3	6	2015/7/28	2015/8/20	
600415.SH	小商品城	股东大会通过		2015/5/7	2015/8/18	11	6			
002496.SZ	辉丰股份	股东大会通过		2015/5/28	2015/6/17	12	6			证监会已受理2015/8/13
600578.SH	京能电力	股东大会通过		2015/5/16	2015/5/30	20	6			重大资产重组停牌

代码	公司名称	方案进度	审核结果 公告日期	预案公告日	股东大会公 告日	规模 (亿)	期限 (年)	反馈意见	意见回复	备注
000861.SZ	海印股份	股东大会通过		2015/6/28	2015/8/18	11.9	6			证监会已受理 2015/9/6
002325.SZ	洪涛股份	董事会预案		2015/11/21		12	6			
601601.SH	中国太保	证监会通过	2015/8/18			35	5	601601.SH	中国太保	证监会通过
000761.SZ	本钢板材					40	3	000761.SZ	本钢板材	待证监会审核 2015/10/27

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 中国太保、本钢板材为股东拟发行可交换债

1. 我们预计 5 支拿到批文的待发转债如果顺利的话将在年内发行(转债预案若到期将自动顺延);
2. 另外 11 支尚待证监会审批的转债预案可根据进度分为两类。第一类为已经接到证监会的反馈意见并且在规定时间内给予回复, 共有 5 家公司。我们预计此类公司将会陆续上会。另外一类则是其余 6 家公司, 有的转债发行预案已经被证监会受理, 有的则刚刚处于董事会预案阶段。对于第一类公司如果未能在年内拿到批文则预案将会顺延至 2016 年, 则与后一类 6 家公司一同面临着增补 2015 年年报的问题, 因此可能过会时间会推至 2016 年第二季度及以后。如果这样, 其 2015 年业绩的表现就将会影响其能否顺利拿到批文。

从 11 家公司近三年的业绩列来看 (2013 至 2015Q3), 我们建议重点关注陕西黑猫, 由于行业景气度较差, 其营业收入与归母净利润大幅下降, 若持续亏损, 2015 年的净利润可能为负或者无法支付转债一年的利息, 进而不满足转债发行条件。

表 2: 11 支转债预案 2013-2015Q3 年度财报信息

代码	简称	扣非 ROE(%)	营业总收入(亿元)	归母净利润(亿元)
601238.SH	广汽集团	9.58/8.08/5.93	188.24(45.21)/223.76(18.87)/189.54(21.16)	26.69(135.44)/31.86(19.37)/27.02(18.9)
601199.SH	江南水务	7.56/9.04/8.41	5.86(11.93)/7.49(27.98)/5.75(26.3)	1.46(4.76)/1.77(21.76)/1.85(57.45)
002510.SZ	天汽模	7.73/10/5.9	11.67(30.48)/14.89(27.65)/11.11(29.94)	1.23(23.88)/1.66(35.82)/1.07(11.45)
600004.SH	白云机场	12.18/13.65/9.85	51.41(10.01)/55.28(7.51)/41.96(2.86)	8.95(18.84)/10.88(21.53)/9.26(24.35)
600496.SH	精工钢构	10.33/8.48/6.25	75.2(22.64)/68.86(-8.43)/50.64(7.99)	2.37(13.02)/2.67(12.39)/2.42(13.83)
601015.SH	陕西黑猫	8.99/8.63/0.43	75.35(21.12)/67.78(-10.04)/40.49(-23.52)	1.75(-22.02)/1.91(9.36)/0.34(-74.4)
600415.SH	小商品城	8.06/3.69/3.13	36.55(1.19)/38.43(5.16)/26.14(-12.05)	7.07(0.06)/4.09(-42.19)/3.81(18.82)
002496.SZ	辉丰股份	8.95/10.26/3.9	20.86(25.11)/24.29(16.45)/24.27(38.8)	1.63(41.2)/2.01(23.37)/1.38(-12.5)
600578.SH	京能电力	18.7/16.42/12.36	100.71(-0.11)/129.64(1.96)/80.11(-16.25)	21.96(36.01)/25.51(8.57)/19.28(-13.92)
000861.SZ	海印股份	18.47/5.39/3.83	21.19(-0.78)/19.19(-10.19)/12.07(-16.46)	3.98(-6.99)/2.82(-29.05)/1.23(-5.69)
002325.SZ	洪涛股份	16.98/13.41/8.08	35.46(24.77)/33.93(-4.32)/23.81(-17.74)	2.8(36.71)/2.95(5.7)/2.59(1.14)

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理; 注: 数据排列顺序为 2013/2014/2015Q3, 括号内为同比增长率, 单位%, 数据截止日期为 2015/9/30

3. 两支可交换债预案中中国太保已经核准, 有望先行发行, 本钢板材则同样还需证监会核准, 预计也将顺延至 2016 年发行。

除去上市公司业绩因素, 我们认为 2016 年对转债发行影响最大的不确定因素是注册制是否实施, 以及实施后转债发行规则是否会相应调整。由于转债发行预案需要证监会发审委审核, 若新股注册制正式实施, 发审委 22 年的使命或也将终结, 后续转债发行如何审批就会成为重点。若也将转债审核职能下放至交易所, 按照新股发行改革的方向, 同样有望加快转债发行的审批上市节奏。如此, 则有望在 2016 年再次迎来一场如同 2006 年那样的转债市场大变革, 发行节奏的提升有望丰富转债市场标的。

供给冲击短期不用过多担忧

今年转债市场彻底沦为一个小众市场，又遭遇 IPO 暂停导致新券迟迟无法上市。市场担心在转债市场存量有限的背景下，新券的密集上市恐将给市场带来供给冲击。但我们认为，即使供给冲击来袭，目前市场的资金量也可以容纳相应市场规模的扩大，短期不必过多担忧。

供给冲击分为两种：一是传统意义上的新券上市，二是停牌个券的复牌。

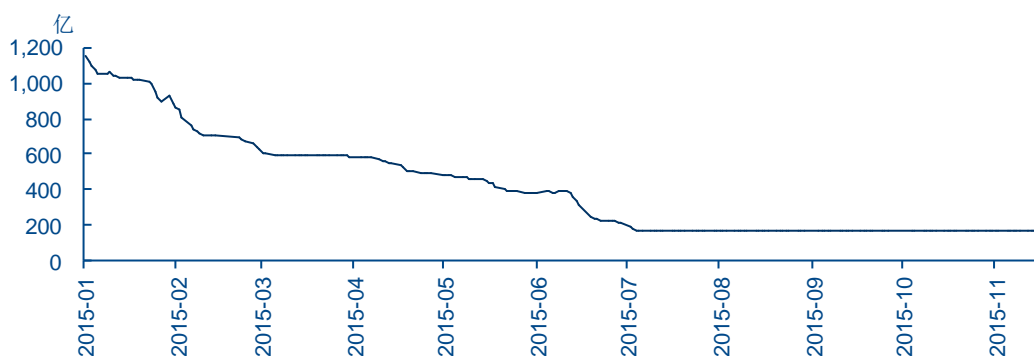
新券方面，拿到批文的 5 家公司集中上市会有一定冲击。从规模来看，上述 5 家个券合计规模仅 100 亿元，而截止 11 月末转债市场存量仅约 230 元左右。从时间点来看，由于 5 家公司已经拿到批文且均面临着批文有效期到期的问题，因此 5 支新转债可能会在一段较短的时间内陆续上市，对存量市场的供给冲击会相对更猛烈。

但我们认为并不需要过度担忧新券供给冲击问题，这大概率只是一个短期扰动。目前转债市场规模有限，即使 5 支新券上市总规模也不到 400 亿元，相对于近两年转债市场的规模来看依旧较小。再考察需求端，央行年内多次降准降息维持资金面宽松，在经济疲软的背景下资金面收紧概率较小，明年央行有可能继续降准。因此虽然转债市场规模可能增大，但市场有着足够的资金来吸纳新增规模。此外，根据我们前述的转债价格的底线思维，即使供给冲击发生，个券价格也将获得底部支撑。

最后，展望 2016 年，目前尚未获得证监会核准的 11 支转债预案规模均十分有限，且由于进度不同也难以在短期内密集发行。即使考虑到注册制放开后转债发行也一同放松，但具体规则出台到实施预计也已到 2016 年下半年，对转债市场产生的影响也将延后。

除去新券上市，停牌转债复牌带来的供给冲击亦不容忽视。具体而言，复牌产生供给冲击的前提是在个券停牌期间市场回暖或走牛，转债的价格与溢价率继续维持在较高的水平。我们认为复牌带来的供给冲击有两方面逻辑，一是停牌个券往往通过释放利好复牌，此时与存量个券相比复牌个券的交易性价值更大，二是若停牌期间市场走好，复牌个券有着补涨的需要，因此相对价值也会更高。最终冲击的影响大小取决于几个方面，一是停牌个券转债规模的大小，例如 2015 年 10 月下旬至 11 月上旬，6 支存量转债中两支规模较大的航信与电气转债停牌，合计规模达 84 亿元，占转债市场整体比重较大，因此冲击风险值得注意；二是停牌转债平价与溢价水平，如果平价较低溢价较高，复牌后溢价率的收敛会对冲一部分转债价格上行的空间；三是存量可交易个券的价格与溢价率，如果溢价率已经完成收敛则转债价格与正股价格联动，则对转债市场的供给冲击不大，当存量个券价格与溢价均较大时可能会受供给冲击影响较大。

图 2：余额迅速下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

供需展望：小众市场局面难改

结合前述分析，我们认为 2016 年转债市场的规模较 2015 年底可能将有较大程度的改观，但是依旧难以改变小众市场的局面。

因为是否选择发行可转债或可交换债依旧看上市公司的意愿，从转债来看其优势主要在于较低的融资成本，其余相比定增等融资方式而言优势并不明显。从可交换债来看，其作为股东减持的工具可以服务于国企改革等目标，同时又不会对二级市场产生过大冲击。

因此相比来看，我们对 2016 年可交换债的规模与流动性持较为乐观的预期，其实从 2015 年私募市场来看，可交换债的发行规模增长十分迅猛，后续公募市场可交换债值得期待。

转债策略

转债策略方面，随着标的的增多投资可选余地增大，市场参与热情度有望提升，市场整体的估值有望更趋合理，个券行情的演绎可能会出现。同时随着可交换债逐渐被投资者所熟悉，可能也会进一步得到机构入场配置（详见专题报告《2015 年三季度转债基金持仓分析：规模显著下降，业绩受权益类市场拖累》）。

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。			
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	

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 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《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。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

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/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。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 2015 版权所有。保留一切权利。