2021 年 01 月 28 日

信用收缩阶段，估值多承压

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）
daixiaodi@kysec.cn
证书编号：S0790120070025

● **进入信用收缩通道一个季度左右，权益类资产估值多承压、尤其是高估值板块**

经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般会阶段性承压。历史上，社融增速一般同步略领先于权益市场估值变化；社融/信贷回落后的一个季度左右，权益市场估值往往会持续出现明显压缩，尤其是估值处于高位、盈利快速大幅下行的阶段。例如 2007 年 10 月、2009 年 11 月、2013 年 4 月和 2017 年 7 月等社融/信贷出现拐点后的一个季度左右，权益市场估值均有所下行。

估值承压下，低估值、盈利有支撑的板块受冲击一般较小，部分高估值板块压力较大。2008、2010、2013 和 2018 年的信用收缩阶段，估值较低、盈利相对较好的行业，估值压缩幅度较小，部分高估值、盈利较差板块则显著承压。例如，2008 和 2010 年，消费、TMT 板块受冲击较小，而周期行业估值明显压缩；2013 年，部分估值高、盈利较差的周期行业压力较大；2018 年，TMT 和周期明显承压。

这一背景下，高价、高估值个券，多会阶段性面临正股、溢价率的双重压力。2008、2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和溢价率双重压力。例如 2008 年的赤化、中海、澄星，2009 年的唐钢、新钢、厦工、博汇等高价高溢价率个券。2013、2018 年的信用收缩阶段，转债处于低价中等溢价率状态，仅少数高价品种的估值出现主动压缩；例如 2013 年的美丰等高价转债。

● **信用“收缩”下,关注估值较低&盈利确定板块个券,警惕高价高估值品种风险**

伴随信用环境进入收缩通道，权益类资产的估值或阶段性承压，可多关注部分估值相对较低及盈利有支撑的板块的个券。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对权益类资产或形成阶段性压制。结合历史经验来看，可多关注估值分位数相对较低、未来一段时间盈利相对确定的行业。

同时，需留意部分高价、高溢价率品种的风险。当前，主流平价区间的个券溢价率均值均处于历史中高水平；截至 2021 年 1 月 22 日，100 元到 110 元、110 元到 120 元、120 元到 130 元等主流平价区间的个券溢价率，约分别为 13.3%、12.6%、6.6%，分别处于历史 57%、77%、70%分位数水平。未来一段时间，部分资质稍弱的高价、高溢价率个券的波动或加大，需要持续警惕此类个券的风险。

此外，信用收缩环境下，信用风险对部分低价券的压制或仍在，应尽量规避弱资质低价券。从正股看，可结合到期债务规模、偿债能力等指标筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。同时，大股东信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价，需警惕大股东质押率、持股比例均较高的个券。

● **风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。**

相关研究报告

《宏观经济专题-城市住房问题，值得提到更高位置》-2021.1.26

《宏观经济专题-比特币 vs 黄金，避险属性探究》-2021.1.23

《宏观经济点评-三大分化，透露的中期线索》-2021.1.18

目 录

1、 信用收缩阶段，估值多承压 3
2、 研究结论 9
3、 风险提示 10

图表目录

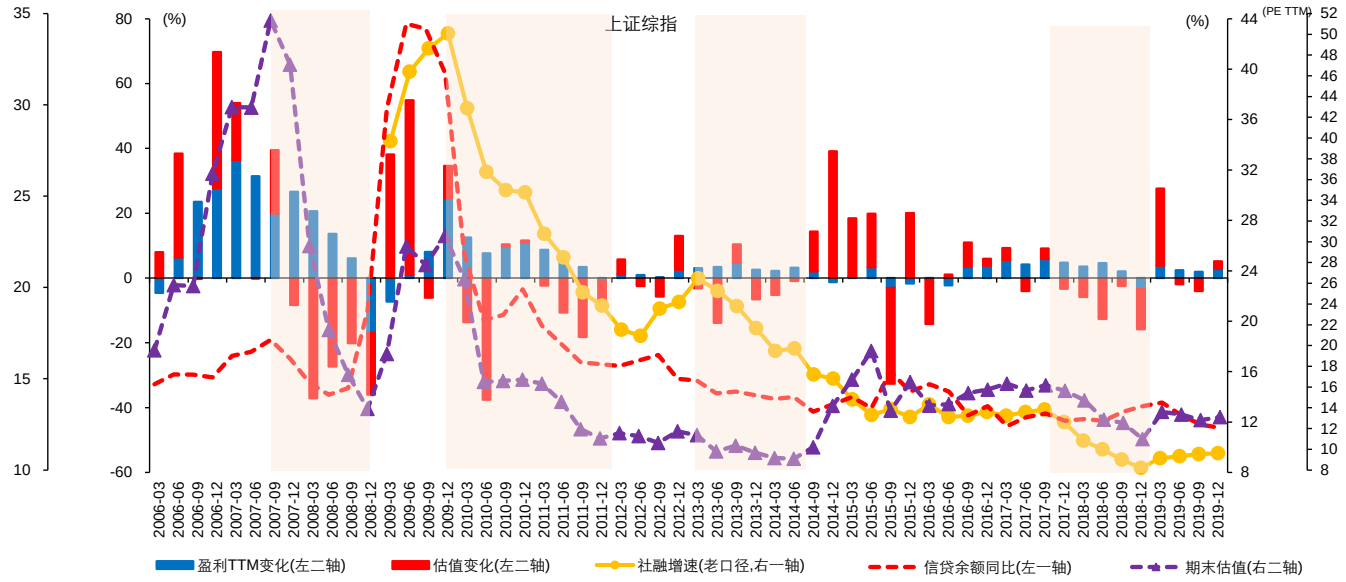
图 1: 经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化 3
图 2: 经验显示，社融回落阶段，低估值板块及盈利有支撑的板块受冲击相对较小 4
图 3: 2008、2010 年信用拐点附近，转债处于高价高估值状态，2013、2018 年信用拐点附近，转债价格较低 5
图 4: 2007-2008 年，高价高溢价率转债明显承压 5
图 5: 2009-2010 年，高价高溢价率个券估值主动压缩 5
图 6: 2013-2014 年，少数高价转债估值主动压缩 6
图 7: 2017-2018 年，少数高价转债估值主动压缩 6
图 8: 近期，社融增速已经开始回落 6
图 9: 未来一段时间，多关注估值相对较低及盈利有支撑的板块 7
图 10: 部分细分二级行业的估值和盈利增速预期 7
图 11: 转债层面，需警惕高价高估值品种的波动风险 8
图 12: 信用风险，对转债市场的影响逻辑 8
图 13: 受疫情冲击较大、业务恢复较慢的部分公司 9
图 14: 再融资、经营现金流偿债能力偏弱的部分公司 9

表 1: 当前，转债市场和溢价率均处于中高水平 8

1、 信用收缩阶段，估值多承压

经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般开始阶段性承压。历史上，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值的变化。社融回落后的一个季度左右，权益市场的估值往往会持续出现明显的下滑；尤其是在盈利快速大幅下行、估值处于高位的阶段，估值压缩的幅度更加显著。例如，2007 年 10 月信贷增速达到高点，2007 年四季度权益市场估值大幅压缩 8.3%；2009 年 11 月社融增速达到高点后，2010 年一季度估值大幅压缩 13.6%；2013 年 4 月，社融增速见顶后持续下滑，2013 年二季度估值大幅下行约 13.8%；2017 年 7 月社融增速达到高点，随后 2017 年四季度估值亦小幅压缩 3.3%。

图1：经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化[①]

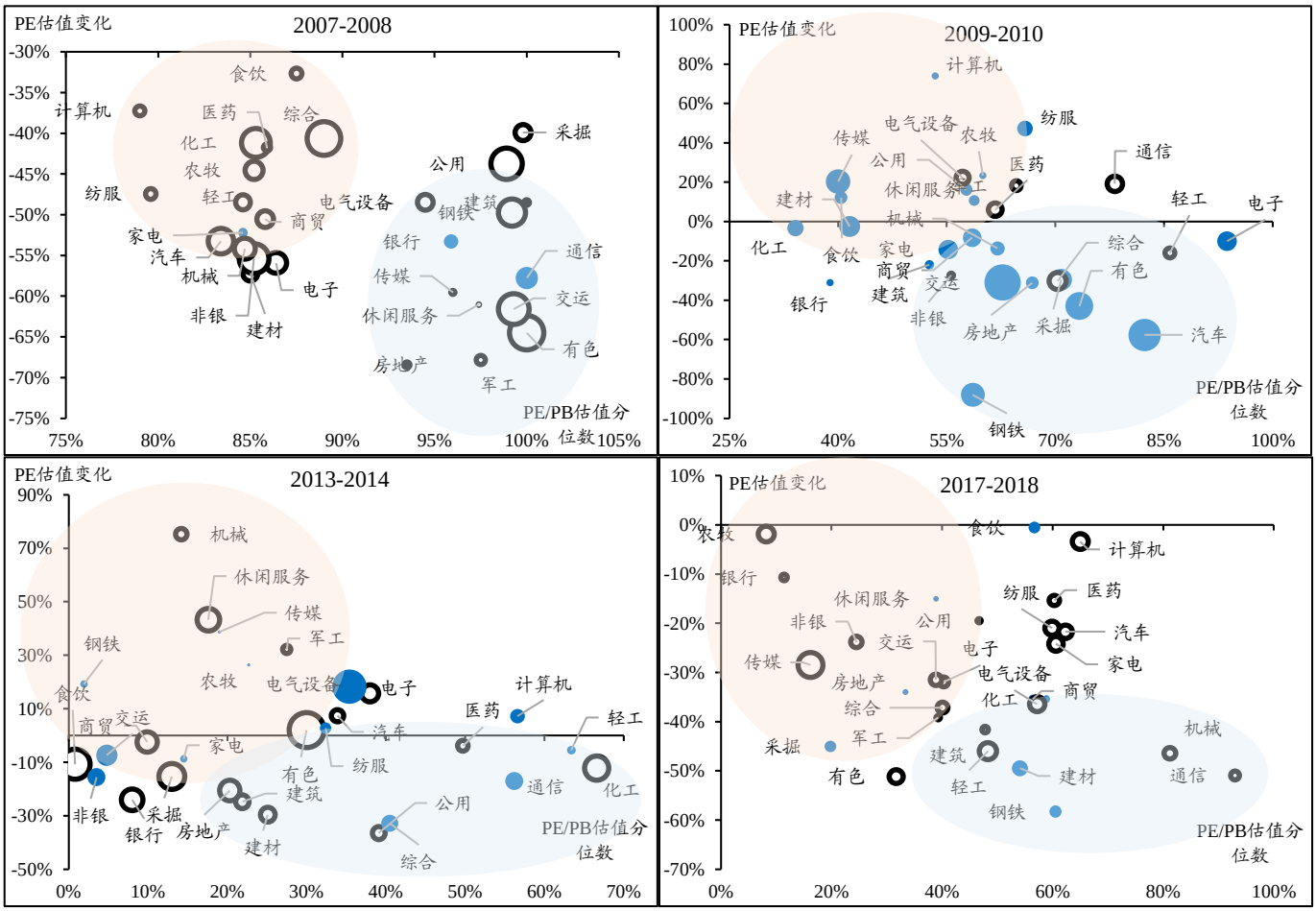


数据来源：Wind、开源证券研究所

具体板块来看，低估值、盈利有支撑的板块估值受冲击一般较小，高估值板块压力较大。2008 年、2010 年、2013 年和 2018 年的信用收缩阶段，估值较低、盈利相对较好的行业，估值压缩幅度较小，部分高估值、盈利较差的板块则显著承压。具体来看，2008 年和 2010 年，消费、TMT 板块受冲击较小，例如食品饮料、医药、计算机等；而周期行业估值明显压缩，典型如钢铁、有色和交运等。2013 年，部分估值高、盈利差的周期行业压力较大，主要包括建筑、建材等。2018 年，部分 TMT 和周期板块明显承压，例如通信、有色、钢铁等。

[①] 信用环境的代理变量，2010 年使用信贷余额同比，2010 年之后使用老口径社融累计同比。

图2：经验显示，社融回落阶段，低估值板块及盈利有支撑的板块受冲击相对较小②



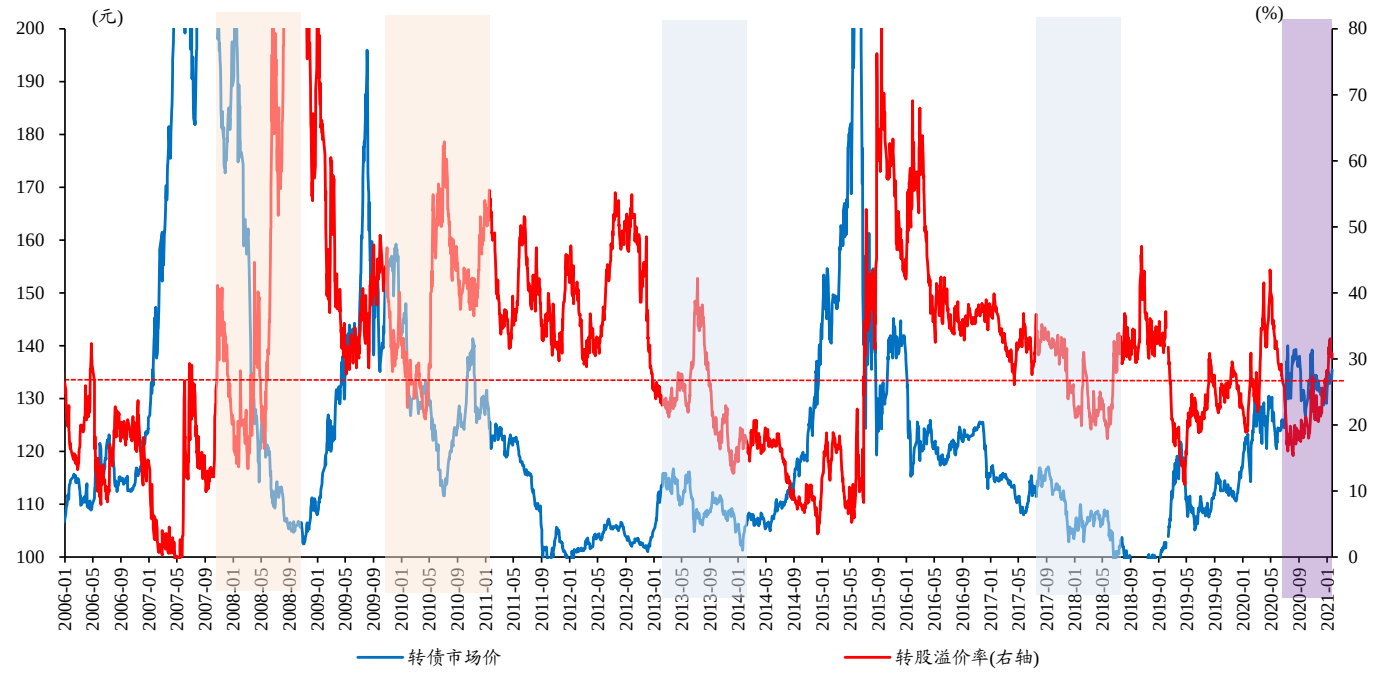
数据来源：Wind、开源证券研究所

转债方面，高价、高估值的个券，可能会阶段性面临正股、转股溢价率的双重压力。2008 和 2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和估值双重压力。例如 2008 年的赤化（160，60%）、中海（190，30%）、澄星（155，40%），以及 2010 年的唐钢（120，140%）、新钢（130，40%）、厦工（140，40%）、博汇（130，50%）等。2013 和 2018 年信用收缩阶段，转债处于低价中等溢价率状态，转债市场整体面临的压力较小，仅少数高价品种的估值出现主动压缩。例如，2013 年的美丰（180，0%）等③。

② 气泡大小为社融拐点前后两年的 ROE 之差，负数为黑色空心，正数为蓝色实心；PE 估值变化取社融拐点后 1 年的估值变化；PE/PB 估值分位数取社融拐点的行业估值历史分位数，其中银行、非银、钢铁等行业采取 PB 估值，其他行业采取 PE 估值。

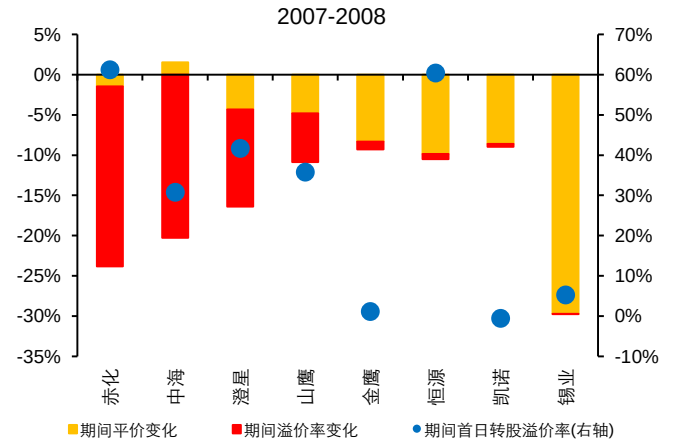
③ 本段括号内数据为信用拐点期初的近似的转债市场、近似的转股溢价率。

图3：2008、2010 年信用拐点附近，转债处于高价高估值状态，2013、2018 年信用拐点附近，转债价格较低



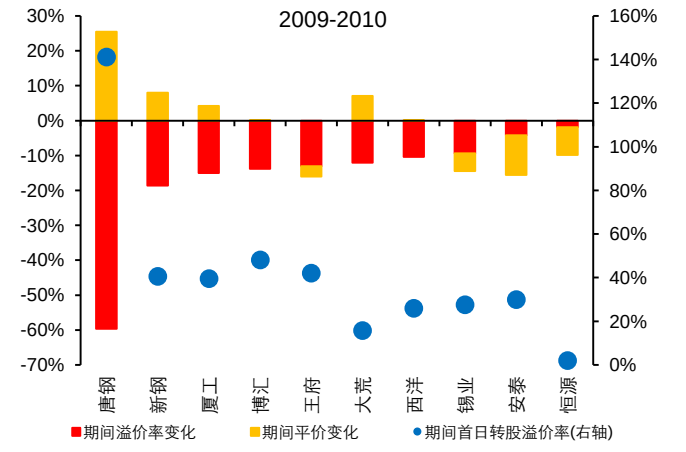
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2007-2008 年，高价高溢价率转债明显承压④



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

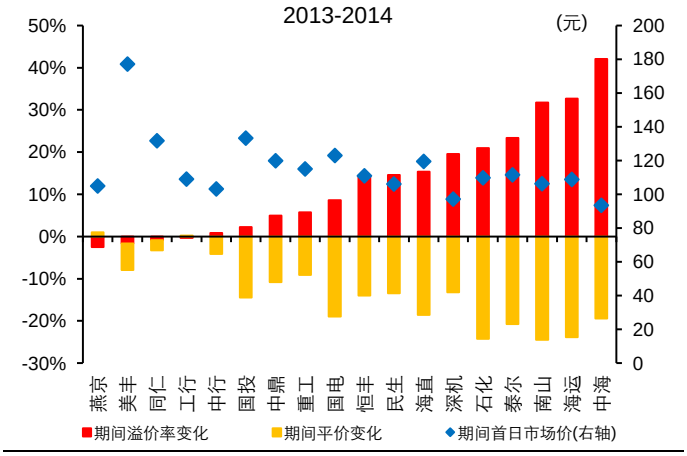
图5：2009-2010 年，高价高溢价率个券估值主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

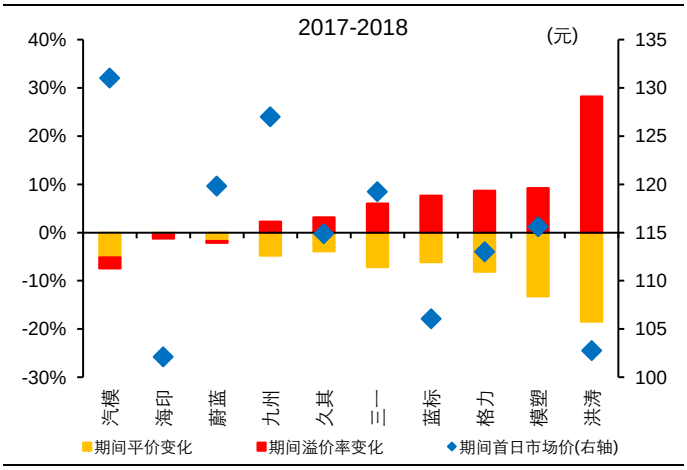
④ 此处的计算区间使用信用拐点出现后的三个月。

图6：2013-2014 年，少数高价转债估值主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

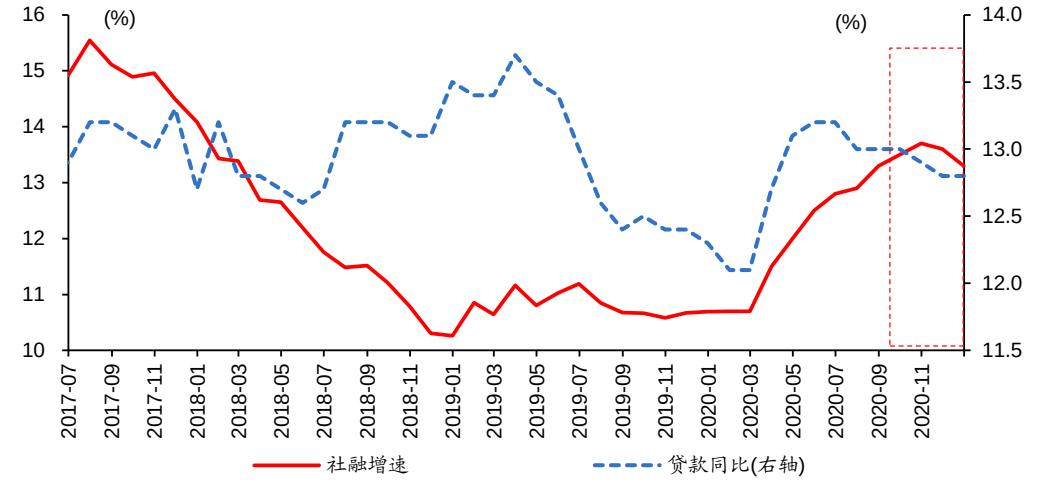
图7：2017-2018 年，少数高价转债估值主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所（转债下跌的样本）

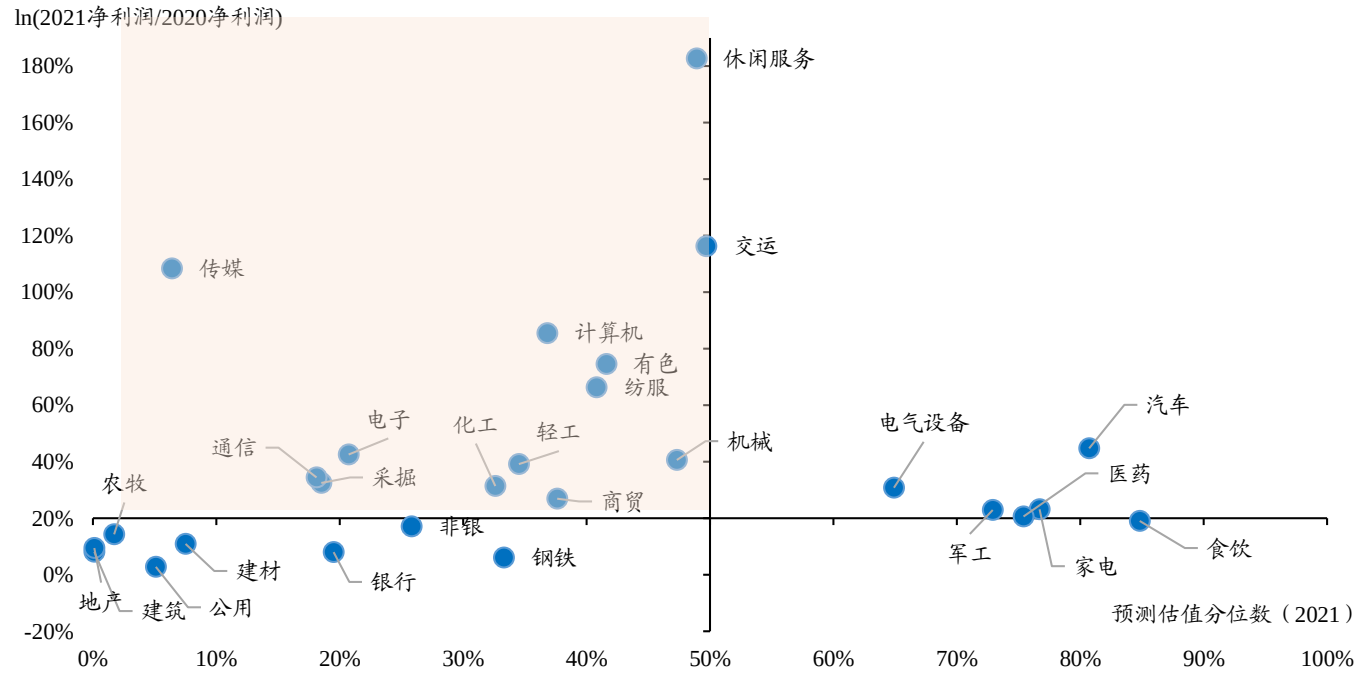
伴随信用环境进入收缩通道，资金风险偏好回落或压制权益类资产估值，未来一段时间多关注部分估值相对较低、盈利有支撑板块的个券。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对权益类资产形成阶段性压制。结合历史经验来看，可多关注估值相对较低、未来一段时间盈利相对确定的行业。结合 2021 年预期估值和盈利增速来看，可关注传媒、计算机、电子、通信、轻工、机械等；具体细分领域中，可关注光学光电子、计算机应用、家用轻工、通信设备、电子制造等行业中的优质龙头个券（详见报告《2021 年，或为信用“收缩”之年》）

图8：近期，社融增速已经开始回落



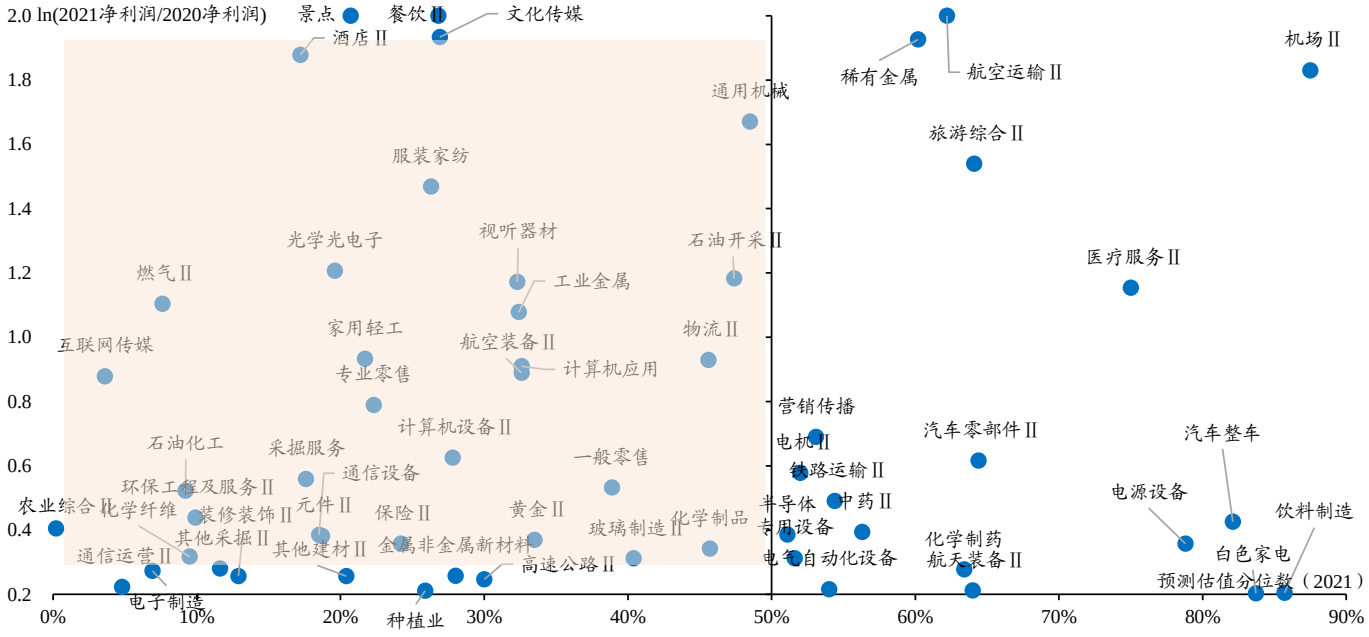
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：未来一段时间，多关注估值相对较低及盈利有支撑的板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：部分细分二级行业的估值和盈利增速预期



数据来源：Wind、开源证券研究所（部分极端值，及景点、餐饮等 2020 年利润预期为负的行业数据有所调整）

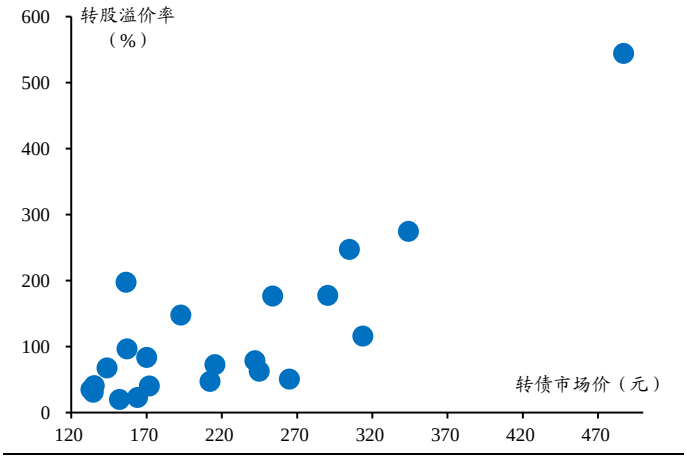
转债角度来看，需要留意部分高价、高溢价率品种的风险。当前，转债市场价和转股溢价率均处于历史中高水平。截至 2021 年 1 月 22 日，转债市场价、转股溢价率均值分别约为 120 元、25%，约分别处于历史 56%、39%分位数水平。其中，100 元到 110 元、110 元到 120 元、120 元到 130 元等主流平价区间的个券溢价率均较高，约分别为 13.3%、12.6%、6.6%，处历史 57%、77%、70%分位数。未来一段时间，部分资质稍弱高价、高溢价率个券的波动或加大，需持续警惕此类个券的风险。

表1：当前，转债市场和溢价率均处于中高水平

平价区间	绝对值		2006 年至今的分位数	
	市场价	转股溢价率	市场价	转股溢价率
0-50	86.75	106.35	3.70%	12.70%
50-70（含 50）	95.56	52.23	11.10%	7.70%
70-90（含 70）	103.06	27.41	30.90%	27.90%
90-100（含 90）	112.55	19.26	52.80%	58.10%
100-110（含 100）	118.18	13.28	55.60%	57.00%
110-120（含 110）	129.03	12.57	76.60%	76.80%
120-130（含 120）	132.29	6.55	66.80%	69.50%
130 以上	191.74	3.16	85.70%	75.00%
总体	119.12	24.79	55.90%	39.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所（剔除部分异常个券）

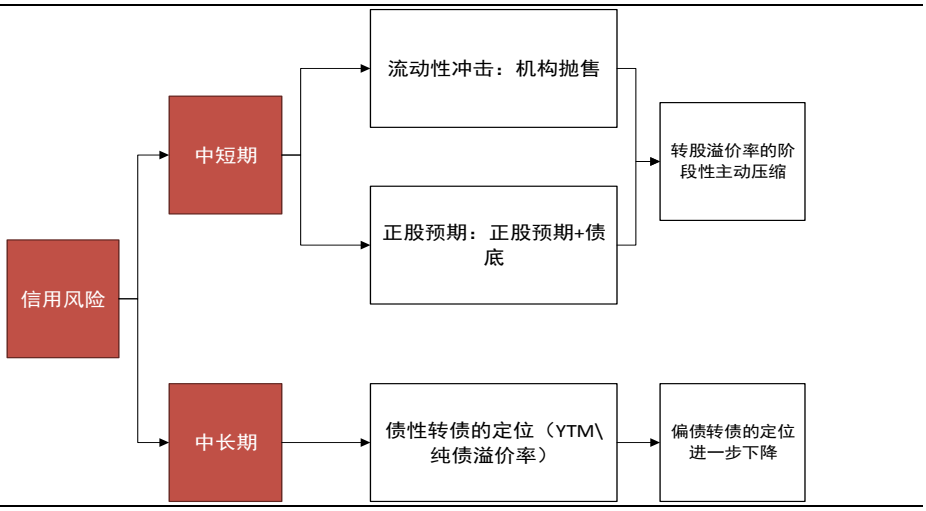
图11：转债层面，需警惕高价高估值品种的波动风险⑤



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2021/1/22）

此外，信用收缩环境下，信用风险对低价券的压制或仍在，应尽量规避弱资质低价券。从正股来看，可以结合到期债务规模、偿债能力等指标进行筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，及现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。此外，大股东的信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价。因此，也应当尽量规避大股东质押率、持股比例均较高的个券。（详见前期报告《转债市场的“信用”风险》）

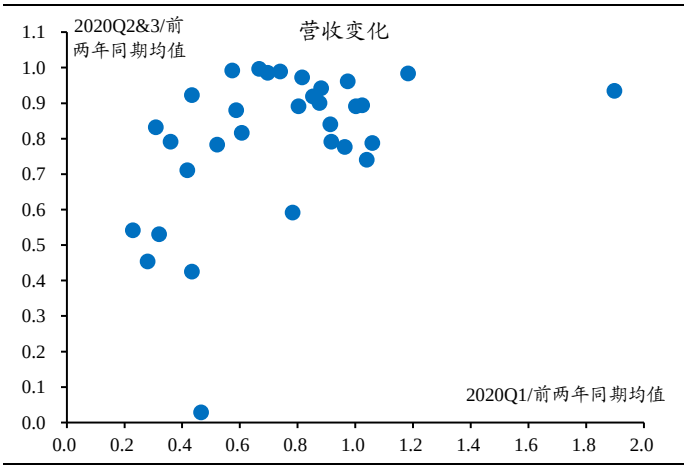
图12：信用风险，对转债市场的影响逻辑



资料来源：开源证券研究所

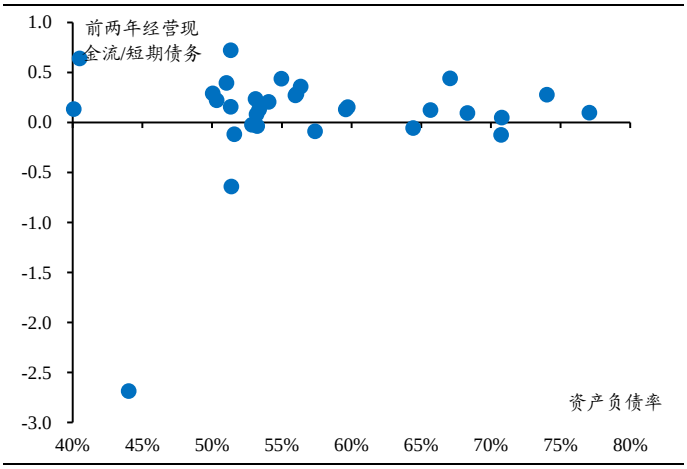
⑤ 合规原因，此处未显示公司名称，下同。

图13：受疫情冲击较大、业务恢复较慢的部分公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：再融资、经营现金流偿债能力偏弱的部分公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论

（1）经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般会阶段性承压。历史上，社融增速一般同步略领先于权益市场估值变化；社融/信贷回落后的一个季度左右，权益市场估值往往会持续出现明显压缩，尤其是估值处于高位、盈利快速大幅下行的阶段。例如2007年10月、2009年11月、2013年4月和2017年7月等社融/信贷出现拐点后的一个季度左右，权益市场估值均有所下行。

（2）估值承压下，低估值、盈利有支撑的板块受冲击一般较小，部分高估值板块压力较大。2008、2010、2013和2018年的信用收缩阶段，估值较低、盈利相对较好的行业，估值压缩幅度较小，部分高估值、盈利较差板块则显著承压。例如，2008和2010年，消费、TMT板块受冲击较小，而周期行业估值明显压缩；2013年，部分估值高、盈利较差的周期行业压力较大；2018年，TMT和周期明显承压。

（3）这一背景下，高价、高估值个券，多会阶段性面临正股、溢价率的双重压力。2008、2010年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和溢价率双重压力。例如2008年的赤化、中海、澄星，2009年的唐钢、新钢、厦工、博汇等高价高溢价率个券。2013、2018年的信用收缩阶段，转债处于低价中等溢价率状态，仅少数高价品种的估值出现主动压缩；例如2013年的美丰等高价转债。

（4）伴随信用环境进入收缩通道，权益类资产的估值或阶段性承压，可多关注部分估值相对较低及盈利有支撑的板块的个券。政策“退潮”、信用“收缩”预期收敛过程中，资金风险偏好或有所回落，对权益类资产或形成阶段性压制。结合历史经验来看，可多关注估值分位数相对较低、未来一段时间盈利相对确定的行业。

（5）同时，需留意部分高价、高溢价率品种的风险。当前，主流平价区间的个券溢价率均值均处于历史中高水平；截至2021年1月22日，100元到110元、110元到120元、120元到130元等主流平价区间的个券溢价率，约分别为13.3%、12.6%、6.6%，分别处于历史57%、77%、70%分位数水平。未来一段时间，部分资质稍弱的

高价、高溢价率个券的波动或加大，需要持续警惕此类个券的风险。

（6）此外，信用收缩环境下，信用风险对部分低价券的压制或仍在，应尽量规避弱资质低价券。从正股看，可结合到期债务规模、偿债能力等指标筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高导致再融资能力受限，现金流状况较差&业务恢复进度偏慢导致经营偿债能力较弱的公司。同时，大股东信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价，需警惕大股东质押率、持股比例均较高的个券。

3、 风险提示

宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn