



强于大市

可转债强赎影响点评

转债强赎触发概率提升，关注赎回期限及稀释比例

随着市场情绪回暖，正股股价走强提升触发可转债提前赎回条款的可能性，但转债转股后对于正股股价的影响需要关注对股本的稀释比例以及赎回期限的设置。

■ 转债购置意愿走强，强赎条款触发可能性提升

2019年以来可转债发行提速，目前披露可转债预案的银行有交行、浦发和民生；已完成转债发行的有江苏、中信、平安、张家港、吴江、无锡、江阴、常熟、宁波以及光大，除了江苏、中信、平安及张家港，其余均已进入转股期。随着可转债市场回暖以及正股股价走强，可转债触发提前赎回机制的可能性提升。其中，常熟银行3月18日发布触发提前赎回条款。从已发行转债的个股来看，部分银行的最新收盘价较转股价溢价水平较高，预计后续仍有个别转债将触发提前赎回条款。综合考虑银行资本补充诉求以及历史上转债强赎触发情况，我们认为各家银行均会在触发条款之后进行提前赎回。

■ 转股补充资本金，关注赎回期限及稀释比例

对于银行而言，可转债强赎转股后能够补充核心一级资本，但市场也担心转股后对于正股的抛压。我们认为转债强赎的影响需关注两方面：1) 转债存量规模及转股后对正股的稀释比例：如果稀释比例较低，对正股的影响较为有限；2) 实施赎回期限长短：如果给予较长赎回期限，正股抛压也将有所缓解。历史上完成转股的民生、工行及中行转债，均在触发强赎条款后集中转股，转股后对正股的稀释比例均分别为7%、1%、2%；给予的赎回期限约1.5~2个月。截至2019年3月20日，已发行的可转债中待转股规模总计1,338亿。从对正股的稀释比例来看，无锡、张家港、江苏、江阴转债转股后稀释比例相对高，转债转股数占流通股本的比例达到55%、48%、42%、41%。

■ 转债强赎后正股股价表现存不确定性

我们认为触发强赎条款后正股股价变动存在不确定性，从民生、工行以及中行的股价表现来看，工行和中行从公告强赎触发到完成强赎期间，相对银行板块存在相对收益，而民生跑输板块。我们认为民生的表现可能与当时剧烈的市场波动相关，弱市环境下投资者对影响股价的信息更为敏感。从目前进入转股期的银行来看，由于部分银行存在触发提前赎回的可能性，且集中转股后对股本稀释的比例较高，需要关注其对赎回期限的设置以及对正股股价带来的影响。

■ 投资建议：

目前板块估值对应2019年为0.83x，板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平对股价形成支撑，中长期来看，伴随A股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注受益政策放松，边际改善延续的股份行以及板块业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

■ 风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期、中美贸易进一步升级。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行：银行

励雅敏

证券投资咨询业务证书编号 S1300517100003
(8621)20328568
yamin.li@bocichina.com

袁喆奇

证券投资咨询业务证书编号 S1300517110001
(8621)20328590
zheqi.yuan@bocichina.com

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

转债购置意愿走强，强赎条款触发可能性提升

在监管鼓励可转债发行背景下，2018 年末可转债密集过会，2019 年以来可转债发行提速。由于可转债整体估值偏低以及年后市场情绪回暖，市场对可转债购置意愿走强。根据我们统计，目前披露可转债预案的银行有交行、浦发和民生；已完成转债发行的有江苏、中信、平安、张家港、吴江、无锡、江阴、常熟、宁波以及光大，除了江苏、中信、平安及张家港，其余均已进入转股期。

随着可转债市场回暖以及正股股价走强，可转债触发提前赎回机制的可能性提升。其中，常熟银行 3 月 18 日发布公告称，在可转债的转股期内公司股票有十五个交易日的收盘价格不低于“常熟转债”当期转股价格（5.76 元/股）的 130%（7.49 元/股），因此公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。从已发行转债的个股来看，部分银行的最新收盘价较转股溢价水平较高，例如吴江银行已接近 130%，预计后续仍有个别转债将触发提前赎回条款。综合考虑银行资本补充诉求以及历史上转债强赎触发情况，我们认为各家银行均会在触发条款之后进行提前赎回。

图表 1. 银行可转债情况梳理

转债名称/ 正股名称	发行时间	转债发行规模 (亿元面值)	转债存量 (亿元面值)	转股起始日	转股截至日	是否进入 转股期	当前转股价	最新收盘价	折溢价 (股价/转股价)	强赎触发比例 (股价/转股价)
苏银转债	2019-03-12	200	200	2019-09-20	2025-03-13	x	7.90	7.16	91%	130%
中信转债	2019-02-28	400	400	2019-09-11	2025-03-03	x	7.45	6.38	86%	130%
平银转债	2019-01-17	260	260	2019-07-25	2025-01-21	x	11.77	12.75	108%	120%
张行转债	2018-11-08	25	25	2019-05-16	2024-11-12	x	6.06	7.14	118%	130%
吴银转债	2018-07-31	25	13	2019-02-11	2024-08-01	√	6.34	8.02	126%	130%
无锡转债	2018-01-26	30	30	2018-08-06	2024-01-30	√	6.70	6.76	101%	130%
江银转债	2018-01-24	20	18	2018-08-01	2024-01-26	√	5.67	6.59	116%	130%
常熟转债	2018-01-17	30	17	2018-07-26	2024-01-19	√	5.76	7.91	137%	130%
宁行转债	2017-12-01	100	75	2018-06-11	2023-12-05	√	18.01	20.86	116%	130%
光大转债	2017-03-15	300	300	2017-09-18	2023-03-16	√	4.13	4.18	101%	130%

资料来源：万得，中银国际证券

转股补充资本金，关注赎回期限及稀释比例

对于银行而言，可转债强赎转股后能够补充核心一级资本，有利于打开资产扩张空间，但与此同时，市场也担心转股后对于正股的抛压。我们认为转债强赎的影响需要关注两个方面：1) 转债存量规模以及转股后对正股的稀释比例：如果转股后对正股的稀释比例较低，转股之后对正股的影响较为有限；2) 实施赎回期限的长短：如果给予较长的赎回期限，投资者的转股时间更为充裕，正股抛压的压力也将有所缓解。银行发行的可转债中，已全部完成转股的有民生转债、工行转债以及中行转债，三者均在触发强赎条款后进行提前赎回，触发条款后对正股的稀释比例均低于 10%，民生、中行和工行分别为 7%、2%、1%；给予的赎回期限约 1.5~2 个月。

根据我们梳理，截至 2019 年 3 月 20 日，已发行的可转债中待转股规模总计 1,338 亿。从对正股的稀释比例来看，无锡、张家港、江苏、江阴转债转股后稀释比例相对高，转债转股数占流通股本的比例达到 55%、48%、42%、41%。

图表 2. 历史上三只已退市银行转债强赎情况

发行银行	赎回期限 (天)	转债发行规模 (亿元面值)	转债存量 (亿元面值)	转债转股数相对于股本数量的比例	
				流通股本	总股本
民生银行	47	200	184	7%	7%
工商银行	44	250	95	1%	1%
中国银行	66	400	148	2%	2%

资料来源：万得，中银国际证券



图表 3. 现有存量转债转股后对股本的稀释比例

转债名称/ 正股名称	转债发行规模 (亿元面值)	转债存量 (亿元面值)	转债转股数相对于股本数量的比例	
			流通股本	总股本
苏银转债	200	200	42%	22%
中信转债	400	400	11%	11%
平银转债	260	260	13%	13%
张行转债	25	25	48%	23%
吴银转债	25	13	26%	13%
无锡转债	30	30	55%	24%
江银转债	20	18	41%	17%
常熟转债	30	17	24%	12%
宁行转债	100	75	9%	8%
光大转债	300	300	14%	14%

资料来源：万得、中银国际证券

转债强赎后正股股价表现存不确定性

我们认为触发强赎条款后正股股价变动存在不确定性，从民生、工行以及中行的股价表现来看，工行和中信从公告强赎触发到完成强赎期间，相对银行板块存在相对收益，而民生跑输板块。我们认为民生的表现可能与当时剧烈的市场波动相关，弱市环境下投资者对影响股价的信息更为敏感。从目前进入转股期的银行来看，由于部分银行存在触发提前赎回的可能性，且集中转股后对股本稀释的比例较高，需要关注其对赎回期限的设置以及对正股股价带来的影响。

图表 4. 可转债提示强赎前后正股股价表现

区间收益	提示提前赎回日期	绝对收益(%)			
		提示触发前1个月	提示触发当日	提示触发后1个月	提示触发后2个月
民生银行	2015/5/8	6.7	-1.30	-2.0	0.9
工商银行	2014/12/30	16.6	2.17	-1.1	-0.7
中国银行	2014/12/30	18.3	2.34	14.3	6.8

区间收益	提示提前赎回日期	相对收益(%, vs 沪深300)			
		提示触发前1个月	提示触发当日	提示触发后1个月	提示触发后2个月
民生银行	2015/5/8	-0.3	-3.28	-19.0	13.1
工商银行	2014/12/30	-6.5	2.1	-1.8	-4.0
中国银行	2014/12/30	-4.8	2.3	13.5	3.4

区间收益	提示提前赎回日期	相对收益(%, vs 银行(中信))			
		提示触发前1个月	提示触发当日	提示触发后1个月	提示触发后2个月
民生银行	2015/5/8	1.8	-1.7	-11.0	-10.5
工商银行	2014/12/30	-12.4	-0.9	3.8	5.4
中国银行	2014/12/30	-10.7	-0.7	19.1	12.8

资料来源：万得、中银国际证券



投资建议：

随着市场情绪回暖，正股股价走强提升触发可转债提前赎回条款的可能性，但转债转股后对于正股股价的影响需要关注对股本的稀释比例以及赎回期限的设置。目前板块估值对应 2019 年为 0.83x，板块稳健的基本面表现以及较低的估值水平对股价形成支撑，中长期来看，伴随 A 股国际化脚步的加快，海外增量资金的持续流入将利好银行，重视板块长期配置价值。个股关注受益政策放松，边际改善延续的股份行以及板块业绩领先的优质个股（招商银行和宁波银行）。

风险提示：

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、中美贸易战进一步升级。**中美贸易战发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

附录图表 5.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (十亿元)	每股收益(元/股)		市净率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
601988.SH	中国银行	未有评级	3.79	1,116	0.59	0.63	0.80	0.73	5.02
601288.SH	农业银行	买入	3.73	1,305	0.55	0.59	0.97	0.81	4.43
600036.SH	招商银行	买入	32.27	814	2.78	3.18	1.82	1.62	19.49
601998.SH	中信银行	未有评级	6.38	312	0.87	0.93	0.86	0.79	7.95
600000.SH	浦发银行	增持	11.55	339	1.85	1.91	0.86	0.76	14.49
601818.SH	光大银行	买入	4.18	219	0.60	0.66	0.81	0.75	5.32
600015.SH	华夏银行	未有评级	8.38	129	1.29	1.32	0.87	0.77	12.55
601169.SH	北京银行	增持	6.32	134	0.89	0.96	0.85	0.78	8.02
601009.SH	南京银行	增持	8.02	68	1.14	1.30	1.18	1.08	7.64
002142.SZ	宁波银行	增持	20.86	109	1.79	2.15	2.16	1.71	11.78
601229.SH	上海银行	增持	12.16	133	1.40	1.65	1.05	0.95	12.62
600919.SH	江苏银行	未有评级	7.16	83	1.03	1.10	0.91	0.82	8.63
600926.SH	杭州银行	增持	8.85	45	0.89	1.04	1.08	0.96	8.94
002807.SZ	江阴银行	未有评级	6.59	12	0.45	0.47	1.30	1.27	5.41
600908.SH	无锡银行	增持	6.76	12	0.54	0.61	1.35	1.24	5.38
601128.SH	常熟银行	买入	7.91	19	0.56	0.66	1.85	1.70	5.17
603323.SH	吴江银行	增持	8.02	13	0.45	0.52	1.56	1.46	6.16
002839.SZ	张家港行	未有评级	7.14	13	0.42	0.49	1.56	1.30	4.95

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 3 月 20 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371