

银行

证券研究报告
2021年12月20日

银行可转债一览之资本缺口怎么看

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521030001

范清林 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521080004
fanqinglin@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《银行-行业点评:如何看待此次碳减排支持工具的推出》 2021-11-09
- 《银行-行业专题研究:专题:房地产风险对银行的冲击几何?》 2021-09-23
- 《银行-行业点评:本次再贷款政策有什么不同?》 2021-09-12

怎么看银行可转债

银行可转债起源于2003年,起量于2019年。截至今年12月20日,整体可转债余额中银行业占比34%,远超其他行业。银行可转债起量主要包含政策背景因素和银行自身资本补充因素。2018年之后由于利率市场化改革及宏观经济环境变化等,银行业盈利增长放慢,外源性资本补充诉求明显提升。

相较于非银行企业可转债,银行可转债有几点不同:1)银行可转债转股率极高,已退市8只银行可转债转股率为99.83%,明显高于非银行企业的76.81%。2)银行可转债债性较强,债底较厚,纯债价值较高,对可转债的价格起到一定的托底作用。3)银行可转债的主动下修条款触发情形较为单一,且基本上是通过强赎促进转股。同时由于回售相当于银行转债没有达到既定转股目标,所以银行一般不会设置有条件回售条款。

怎么投资银行可转债

和其他行业可转债一样,银行可转债也有多样投资策略。在此我们对市场熟知双低策略不做讨论,而重点描述其他与银行转债相关的策略。

以两个最主要的策略为例:1)事件驱动之博弈业绩。有资本压力的银行往往更倾向于提高业绩增速改善报表。而业绩的释放和股价的上升可以形成相互的催化效果,当正股价上涨的时候,银行可转债的转股概率上升,转债价格往往也有较好表现。2)事件驱动之博弈主动下修。转股价下修的动作和幅度往往反映出公司真实的转股意愿。主动下修后往往会创造较好的投资机会,实现超额收益。少数基本面优秀的标的还会实现更高的涨幅。

怎么衡量银行资本缺口

不管是博弈银行的业绩释放,还是博弈银行转债的下修条款,本质上都是在判断银行的资本补充诉求。如何找到真正需要补充资本的银行,一个行之有效的方法是测算核心一级资本缺口,其中涉及到核心一级资本充足率测算。

对未来核心一级资本充足率的预测建立在对核心一级资本净额和风险加权资产净额测算上。未来一期核心一级资本净额等于前期末值,加上当期扣除现金股利及利息派发后留存利润。风险加权资产净额测算则与银行的风险资产结构及增速相关。按照这种算法进行回测,以数据较全的上市银行为例,2019年末为测算基期,基期往后2020年末和今年三季度末的测算值和实际值误差基本在30bp之内。部分资产增速及结构较为稳定的银行误差更小。

我们对未来一段时间内银行核心一级资本缺口进行测算。在情形1,假设公司保持最新一期的核心一级资本充足率不变,测算在内生性资本补充(利润留存)后还需要外部补充的核心一级资本量。我们进一步假设情形2,考虑资本充足率偏低的银行,将在未来一段时间内把核心一级资本充足率提升至9%以上。预测可得,未来三年上市中小行面临着一定的资本缺口压力。即按照目前的资产结构及增速,部分中小行仅仅依靠内生性增长较难维持或者提升当前的资本充足率水平。

投资建议:若想博取高收益,建议关注情形2下面临较大资本压力的银行,此类银行往往有较强的主动性去补充资本。同时结合可转债投资相关策略,选择转股溢价率相对较低,且正股标的盈利能力较强或有明显改善的银行。综上推荐**苏银转债、杭银转债和光大转债**。除此之外,如果纯粹将银行可转债当成同等级信用债替换品种,可以选择相对较高收益的品种,且正股价波动较小,对可转债价格影响较低的上银转债、浦发转债及中信转债。

风险提示:宏观经济疲弱,银行基本面改善较慢;风险事件冲击;政策风险

内容目录

1. 怎么看银行可转债?	4
1.1. 银行可转债缘何起量	4
1.1.1. 银行可转债于 2019 年起量	4
1.1.2. 银行可转债缘何起量	4
1.1.3. 怎么看后续银行可转债	7
1.2. 银行可转债有何不同	8
1.2.1. 银行可转债转股率极高	8
1.2.2. 核心指标的差异在哪里	10
1.2.2.1. 银行可转债债底厚, 转债价格波动更小	10
1.2.2.2. 银行可转债下修条款更严苛, 强赎条款的促转股作用更大	11
2. 以史为鉴-银行可转债投资策略	13
2.1. 投资策略的核心是什么?	13
2.2. 持股策略-追求高收益	13
2.2.1. 事件驱动-博弈业绩	13
2.2.2. 事件驱动-博弈主动下修	14
2.2.3. 事件驱动-博弈到期日	16
2.3. 持债策略-高资质信用债替代品种	17
3. 核心投资策略是寻找真正缺资本的银行	19
3.1. 如何测算资本缺口?	19
3.1.1. 怎么衡量资本缺口?	19
3.1.2. 商业银行核心一级资本如何测算?	20
3.1.2.1. 分拆为两项-核心一级资本净额和风险加权资产的测算	20
3.1.2.2. 我们测算方法的精度怎么样?	21
3.1.3. 哪些银行缺资本?	22
4. 投资建议: 股性为矛、债性为盾	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 历年整体可转债发行规模及银行可转债发行规模	4
图 2: 可转债分行业余额及占比情况	4
图 3: 2019 年之前定增规模与可转债发行呈现一定反向性 (亿元)	5
图 4: 2019 年以来权益市场景气度高涨, 可转债发行亦起量	5
图 5: 商业银行资本构成及资本补充工具一览	6
图 6: 商业银行资本充足率和核心一级资本充足率下行	7
图 7: 不同时间端发行可转债的各类型银行数量 (家)	8
图 8: 不同时间端发行可转债的各类型银行发行额 (亿元)	8
图 9: 银行可转债与非银企业可转债退出方式结构对比 (金额占比)	9
图 10: 宁行转债发行时的会计处理	9

图 11: 宁行转债负债和权益拆分 (亿元)	10
图 12: 随着可转债转股, 宁波银行股本和资本公积提升明显 (亿元)	10
图 13: 分行业可转债价格价差 (平均最高价-平均最低价) (元)	11
图 14: 银行可转债典型的下修与强赎示意	11
图 15: 以转债价格和转股溢价率双因子构建的转债投资策略	13
图 16: 资本不足对资产扩张有一定制约	14
图 17: 平安银行核心一级资本充足率较低	14
图 18: 平安银行业绩同比增长在 2019 年迎来明显改善	14
图 19: 平银转债相关指标走势 (元)	14
图 20: 银行可转债历史转股价下修分类 (次数)	15
图 21: 分情形转股价下修后, 转股价/最新一期每股净资产平均值	15
图 22: 常熟转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益 (主动)	15
图 23: 江银转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益 (主动)	15
图 24: 杭银转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益 (主动)	16
图 25: 光大转债多次被动下修转股价后可转债价格涨跌没明显规律	16
图 26: 中国银行可转债价格走势情况 (元)	16
图 27: 目前银行离到期日时长 (天)	17
图 28: 存续可转债转股价值和转股溢价率	17
图 29: 部分银行可转债纯债到期收益率与优质信用债到期收益率比较 (AAA, 3 年, %)	18
图 30: 目前 14 只银行可转债今年以来平均纯债到期收益率 (%)	18
图 31: 商业银行资本及风险加权资产中核心指标占比	19
图 32: 核心一级资本测算思路导图	21
图 33: 风险加权资产测算思路导图	21
图 34: 上市银行 2020 年末及今年三季度末测算核心一级资本充足率与实际值差异	22
图 35: 上市银行年末核心一级资本充足率 (2021-2023 年为预测值)	23
图 36: 存续可转债相关指标对比	26
表 1: 定增政策的变化 (2017 年的收紧与 2020 年的松绑)	5
表 2: 今年以来监管部门对商业银行资本补充表态	7
表 3: 目前拟发行可转债银行一览	8
表 4: 可转债几个关键名词释义	10
表 5: 银行可转债与非银行企业可转债的不同之处	12
表 6: 9 次主动下修明细	15
表 7: 14 只可转债最新评级	18
表 8: 国内系统重要银行分组核心一级资本充足率要求 (表)	20
表 9: 上市银行未来三年核心一级资本缺口测算 (亿元)	24
表 10: 目前已发行可转债银行及拟发行可转债银行资本缺口对比 (亿元)	25

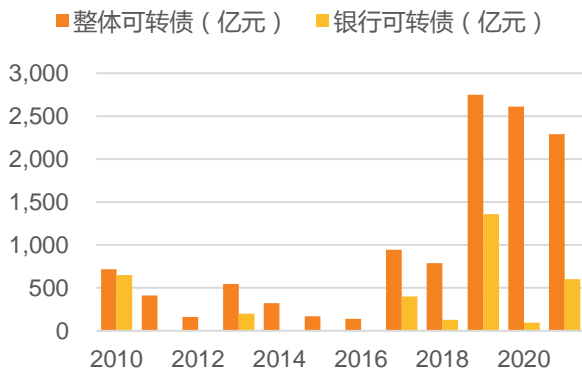
1. 怎么看银行可转债?

1.1. 银行可转债缘何起量

1.1.1. 银行可转债于 2019 年起量

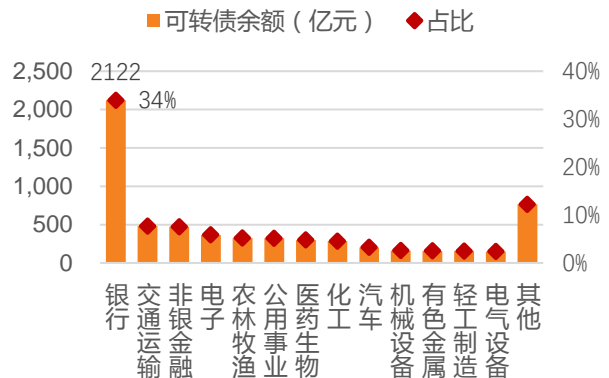
银行可转债起源于 2003 年，起量于 2019 年。2003 年银行业诞生了第一支可转债民生转债。在 2017 年全市场可转债发行开始崭露头角时，银行可转债发行量更是时隔 7 年再次突破 400 亿元，打破了 2014-2016 年连续三年无可转债发行的局面。2019 年银行可转债发行规模起量，同年可转债发行量达 1360 亿元，占整体可转债发行规模的 49%。截至 2021 年 12 月 20 日，银行存续可转债共 14 只，余额为 2122 亿元，占全市场可转债余额比例达到 34%，远超其他行业。

图 1：历年整体可转债发行规模及银行可转债发行规模



资料来源：WIND，天风证券研究所（2021 年为截至 12 月 20 日累计数据）

图 2：可转债分行业余额及占比情况



资料来源：WIND，天风证券研究所（截至 2021 年 12 月 20 日）

1.1.2. 银行可转债缘何起量

银行可转债发行量为何激增？这其中既包含政策背景因素，也有银行自身资本补充因素，具体如下：

1) 2017 年定增政策收紧，可转债发行迎来机遇期

2017 年之前定增政策宽松，市场乱象频发。2013 年底起随着资本市场定位逐步提升，监管积极鼓励企业进行股权融资。特别是 2014 年创业板再融资规则落地后，发行条件相对较松的定增成为再融资方式中的首选，因此融资需求较大的中小企业定增迎来爆发潮。2015 年全市场整体定增规模高达 1.3 万亿元，较 2013 年的 3311 亿元增长 3 倍。但同时监管环境较为宽松的背景下，资本市场乱象频发，诸如定增大幅折价损害原股东利益、发行方随意更改募资用途等事件层出不穷。

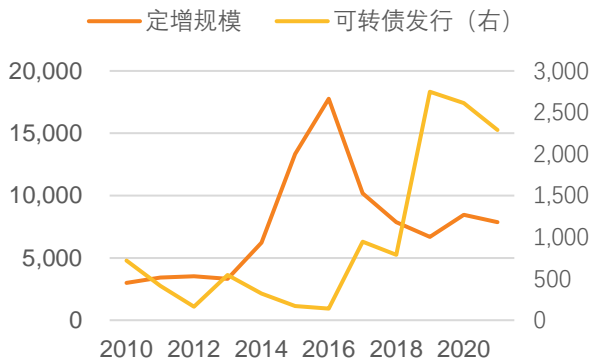
2017 年定增政策收紧，市场萎缩。为了促进资本市场健康发展，充分发挥股权融资对实体经济的支持力度。2017 年 2 月证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》实施修订，并于 5 月发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（即减持新规），对上市公司定增发行规模、频率与定增减持规模、时间进行了限制。定增难度的加大导致许多上市公司不再符合定增的条件。同时，减持新规的出台也加大了投资人的风险，导致机构投资者纷纷退出定增市场，定增市场进一步萎缩。

可转债在定增收紧下迎来发展机遇期。2017 年 9 月证监会同时发布了修订后的《证券发行与承销管理办法》，放宽了可转债申购限制，将申购方式由资金申购转为信用申购，大大提升了投资者的参与热情。同时，对于发行方来说，可转债与定增具有一定的可替代性。例如，二者的发行主体均为上市公司，发行利率也都相对较低，并且都是为特定投资项目而进行的资金募集。所以在融资需求充裕的情况下，发行可转换债券成为不符合定增条件的上市公司的首要选择方式。

2) 2019 年以来，权益市场持续高景气，是可转债市场火爆的又一重要推手

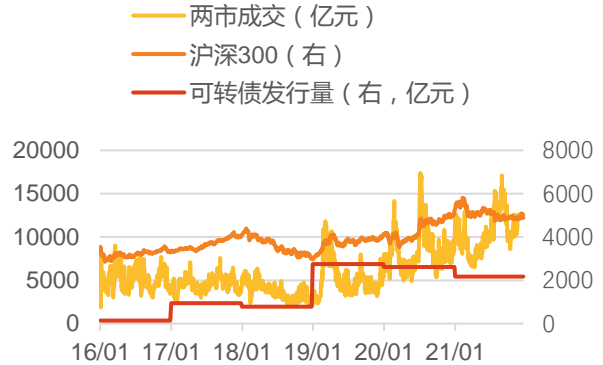
2019 年以来，资本市场建设被纳入新高度，权益市场投资热情高涨。2020 年之后疫情下的逆周期政策导致流动性宽松，进一步促成权益市场的高景气度。**而股债属性兼备的可转债在权益市场升温时，表现出较强的投资回报。不仅吸引了市场资金的更多关注，而且也促成了企业更强烈的发行意愿。**所以可转债的发行量持续保持在高位水平，近三年来均高于 2000 亿元。

图 3：2019 年之前定增规模与可转债发行呈现一定反向性（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所（2021 年为截至 12 月 20 日累计数据）

图 4：2019 年以来权益市场景气度高涨，可转债发行亦起量



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 1：定增政策的变化（2017 年的收紧与 2020 年的松绑）

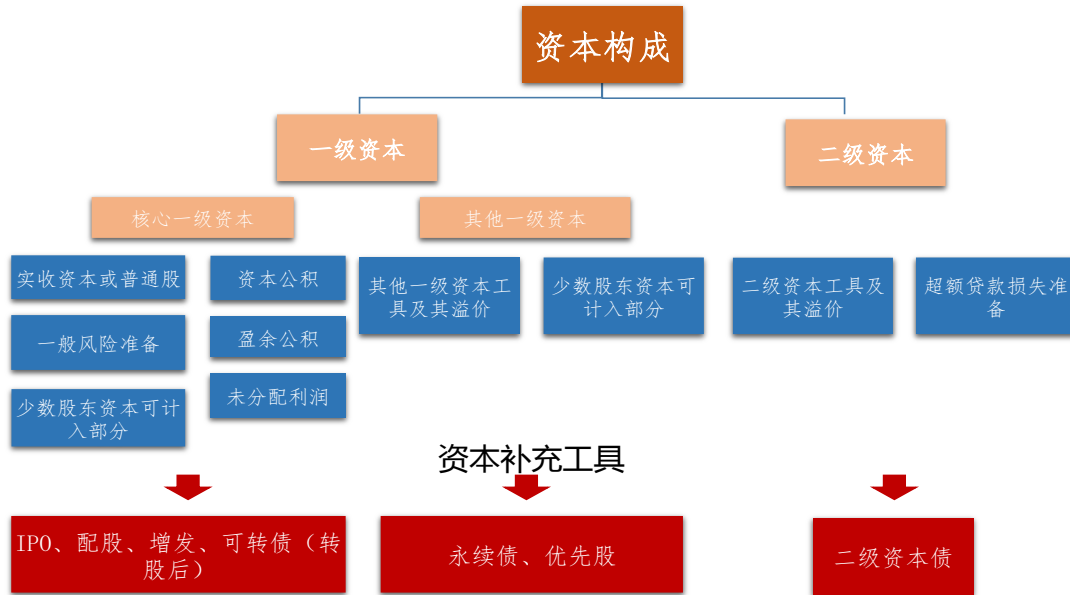
时间	文件	明细
2006	《上市公司证券发行管理办法》	首次制定了定增的条约规定
2014	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	制定创业板再融资规则、允许通过增发、可转债进行股权融资
2017	《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（下文简称《决定》）和《关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》（下文简称《监管要求》）	《决定》严格规定定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日，消除了之前因人为操纵会议决策公告日而带来的定向增发的套利空间。 《监管要求》规定：1.限制融资规模：“上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%”，2.设立锁定期：“上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月”。
2020	《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》，《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》，《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	1. 调整定价基准日：定价基准日可以为本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。 2. 降低定价折扣上限：调整非公开发行股票定价和锁定机制，将发行价格由不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票的均价的 9 折改为 8 折。 3. 缩短锁定期，减少解禁减持限制：将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，且不适用减持规则的相关限制。 4. 增加发行对象数量：主板（中小板）、创业板非公开发行股票发行数量由分别不超过 10 名和 5 名，统一调整为不超过 35 名。加大了定增项目对投资者的吸引力。

资料来源：证监会，天风证券研究所

3) 银行对核心一级资本的补充诉求明显

发行可转债已成为商业银行补充核心一级资本最主要方式。商业银行资本补充方式分为内生性补充和外源性补充，内生性主要依靠公司经营获取的留存利润。外源性资本补充工具多样，其中最重要的是核心一级资本补充工具，包括 IPO、配股、增发、发行可转债等。其他一级资本补充工具包括发行优先股或永续债。截至 12 月 20 日，今年 A 股上市银行发行资本补充工具合计募资 1.17 万亿元，其中配股、IPO、定增、可转债、永续债和二级资本债占比 1.01%、1.35%、3.44%、5.12%、43.15%和 45.92%。

图 5：商业银行资本构成及资本补充工具一览



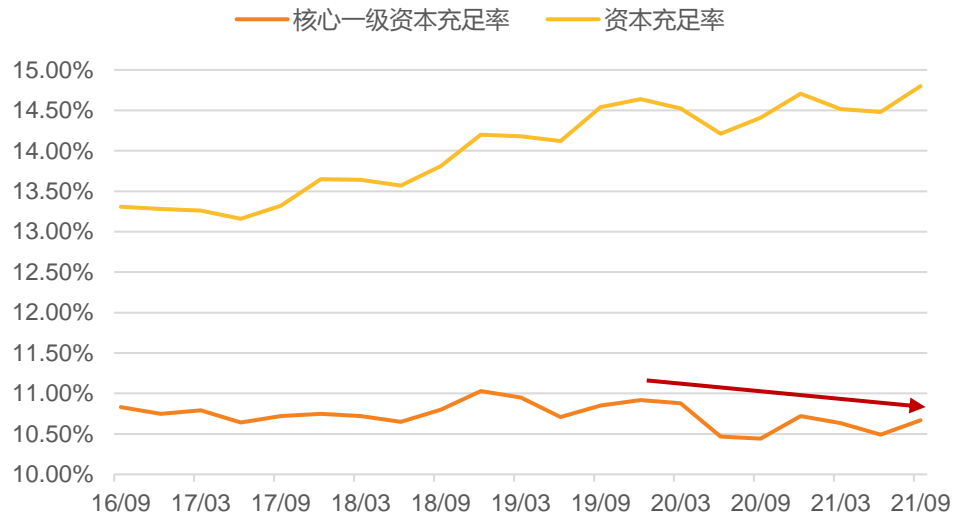
资料来源：《商业银行资本管理办法（试行）》，天风证券研究所

相较于其他再融资方式，可转债优势多多。

- 1) 与相同等级相同期限的公司债券相比，可转债具有较低的票面利率，上市公司支付的利息较少，融资成本更低。
- 2) 当可转债转股后，发行方不用再支付本金和利息，到付压力变小。同时，发行方也可以通过设置下修条款、回售条款、强制赎回条款等一系列手段促成可转债转股。
- 3) 与定增和配股相比，可转债发行满 6 个月后可以进入转股期，且持有者是逐步实现转股的，原股东股权稀释压力较小。
- 4) 在现行规定下，定增发行的股份至少锁定半年，控股股东更是要锁定一年半；而可转债只有对持股 5% 以上股东有半年的锁定期要求。
- 5) 定增募集到的资金具有严格的使用限制，而可转债募集到的资金用途更加宽松。
- 6) 对于发行方和持有方双方来说，都希望可转债触发强赎，即可转债的发行方与持有方利益一致。

中小银行的资本压力较大。2018 年之后由于利率市场化改革，市场竞争加剧以及宏观经济环境变化，银行业盈利增长放慢，不良处置压力较大，银行核心一级资本充足率吃紧。从 2018 年到 2021 年 9 月末银行核心一级资本充足率分别为 11.03%、10.92%、10.72%、10.67%，呈现出不断下滑的趋势。虽然银行上市后可以发行可转债，但是在 2016 年以前市场上只有 16 家上市银行，且多为大行、股份行和规模较大的城商行，直到 2016 年之后银行登陆 A 股市场的节奏才有所加快。从 2016 年到现在，有 10 家农商行、13 家城商行上市，银行业通过可转债补充资本的主体由以往的大中型银行转变为中小型银行。最为关键的是，银行增发和配股面临着“1 倍 PB”的隐形要求。而银行发行可转债对主体资质并没有硬性的约束，资质较低（低于 1 倍 PB）的区域银行更倾向于选择发行可转债来补充资本。

图 6：商业银行资本充足率和核心一级资本充足率下行



资料来源：WIND，天风证券研究所

监管对商业银行补充资本金持积极态度，扩充资本可有效提升银行信贷投放对实体经济的支持力度。2020 年，银保监会等五部门发行《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，支持中小银行积极补充资本，多渠道补充金融资本。今年以来监管持续发声继续支持，12 月 6 日-10 日举办的 2021 年中央经济工作会议也指出，要多渠道补充银行资本金。

表 2：今年以来监管部门对商业银行资本补充表态

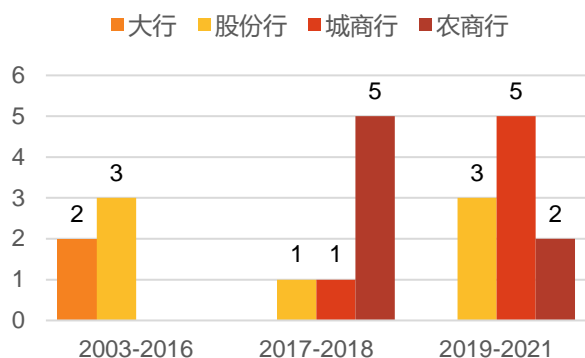
日期	内容	明细
2021/1/5	银保监会发布《关于进一步推动村镇银行化解风险改革重组有关事项的通知》	合理引导各类金融机构和非金融企业积极参与村镇银行改革重组，进一步拓展资本补充渠道。
2021/1/25	人民银行公告《创新转股型资本债券、多渠道补充中小银行资本》	设计完善转股型资本债券相关制度，并已批复浙江稠州银行、宁波通商银行在银行间债券市场发行转股型资本债券。
2021/3/12	人大会议政府工作报告	继续多渠道补充中小银行资本。
2021/4/16	银保监会 2021 年一季度新闻发布会	明确中小银行补充资本是很重要的问题，鼓励银行多渠道补充资本金，继续推动地方政府通过不同的形式，发行专项债来补充银行的资本。其他包括引入一些国有资产入股，也可以通过其他手段引进市场化的投资者。
2021/7/15	国新办 2021 年上半年银行业保险业运行发展情况发布会	明确中小银行改革很重要的一个方面就是补充资本金，补充资本金可以推进乡村振兴，支持小微企业。银保监会鼓励中小银行在市场上发行资本债或者其他的资本性工具来补充资本。
2021/12/10	2021 年中央经济工作会议	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度…多渠道补充银行资本金

资料来源：人民银行，银保监会，国新办，天风证券研究所

1.1.3. 怎么看后续银行可转债

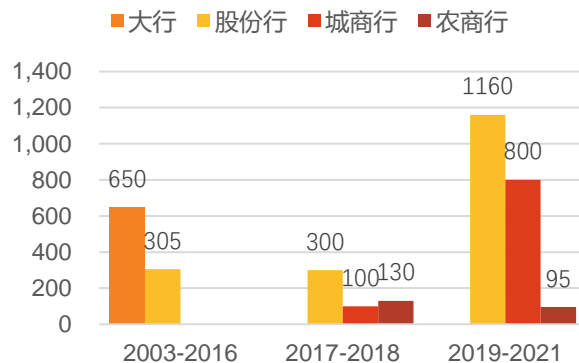
国有大行率先发力可转债，中小行数量不断增加。从发行数量来看，2016 年之前仅有 2 家大行和 3 家股份行发行可转债，分别发行 650 亿元和 305 亿元。2017 年开始发行可转债的农商行数量提升，仅 2017-2018 年两年就有 5 家农商行共计发行了 130 亿元可转债。2019 年之后可转债发行主体又转向城商行，从 2019 年到 2021 年 12 月 20 日，共计 5 家城商行发行可转债，发行额合计 800 亿元。

图 7：不同时间端发行可转债的各类型银行数量（家）



资料来源：WIND，天风证券研究所（2021 年为截至 12 月 20 日）

图 8：不同时间端发行可转债的各类型银行发行额（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所（2021 年为截至 12 月 20 日）

目前已推出可转债发行方案的银行共 6 家，分别为兴业银行、民生银行、重庆银行、成都银行、齐鲁银行和常熟银行，拟发行规模为 500 亿元、500 亿元、130 亿元、80 亿元、80 亿元和 60 亿元。

表 3：目前拟发行可转债银行一览

类型	简称	最新公告日期	拟发行最大规模（亿元）	实施进展	下一个环节
股份行	兴业银行	2021/12/15	500	获中国证监会核准批文	发行
股份行	民生银行	2021/6/14	500	已回复证监会二次反馈意见	获中国证监会核准
城商行	重庆银行	2021/11/18	130	回复证监会反馈意见	获证监会发审委通过
城商行	成都银行	2021/9/30	80	回复证监会反馈意见	获证监会发审委通过
城商行	齐鲁银行	2021/9/30	80	发布预案	获股东大会通过
农商行	常熟银行	2021/9/2	60	股东大会通过	苏州银保监局批准

资料来源：WIND，天风证券研究所

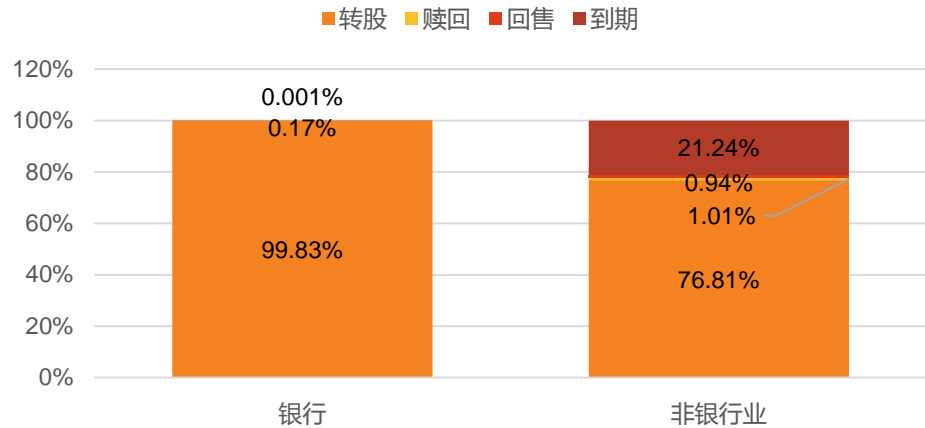
中小行发行可转债或提速。受疫情及监管趋严影响，中小行补充核心一级资本诉求较强。截至 2021 年 9 月末，国有行、股份行、城商行、农商行资本充足率分别为 16.84%/13.39%/12.96%/12.46%，中小行资本充足率低于大行。在宏观经济增长疲弱背景下，中小行盈利承压，内源性资本补充能力一定程度上减弱。因此我们判断更多中小银行可转债将迎来新的发行潮。

1.2. 银行可转债有何不同

1.2.1. 银行可转债转股率极高

银行转债最大的不同之处是转股率极高。相较于非银行企业，银行可转债最大不同是发行目的主要用于资本补充，而其他行业多用来扩大生产运营规模、加大研发投入等。因此银行的可转债的退出方式主要以转股为主，而非回售。可以看出，**已经退市的银行可转债实现了 99.83%的转股率，明显高于非银行企业的 76.81%**。而且银行可转债基本会在存续期间通过强赎进行转股，几乎没有自然到期（0.001%），而非银行企业中有 21.24%为持有至到期。

图 9：银行可转债与非银企业可转债退出方式结构对比（金额占比）



资料来源：WIND，天风证券研究所

银行可转债的会计处理全流程。可转债补充核心一级资本体现在两个环节上，分别为刚开始发行时其他权益工具的增长，以及转股时股本和资本公积的增长。

在可转债刚发行时，可转债的发行额分为权益和负债两部分进行会计处理的。权益部分计入净资产的“其他权益工具”，负债部分按照发行面值计入“应付债券-可转债”。

以 2017 年 12 月 5 日发行，2018 年 1 月 12 日上市的宁行转债为例。其发行规模为 100 亿元，面值 100 元，票面利率为：第一年 0.2%，第二年 0.4%，第三年 0.8%，第四年 1.2%，第五年 1.6%，第六年 2.0%。第一年付息为 0.2 元，第二年为 0.4 元，以此类推，按发行规定到期赎回价格为债券面值的 105%，即为 105 元（含最后一期利息）。同评级债券为 5.18% 左右，则按照下列公式计算出纯债价值为 81.02 元。

$$PV = \frac{0.2\% * 100}{1 + 5.18\%} + \frac{0.4\% * 100}{(1 + 5.18\%)^2} + \frac{0.8\% * 100}{(1 + 5.18\%)^3} + \frac{1.2\% * 100}{(1 + 5.18\%)^4} + \frac{1.6\% * 100}{(1 + 5.18\%)^5} + \frac{105}{(1 + 5.18\%)^6} = 81.02 \text{ (元)}$$

相应可以计算出对应的权益部分价值为 100-81.02=18.98 元，即有负债和权益部分分别为 81.02 亿元和 18.98 亿元。考虑到宁行转债的发行费用是 1462 万元，按比例分摊至权益部分和负债部分。则最终计入账面的负债和权益部门分别为 80.90 亿元和 18.95 亿元。

图 10：宁行转债发行时的会计处理

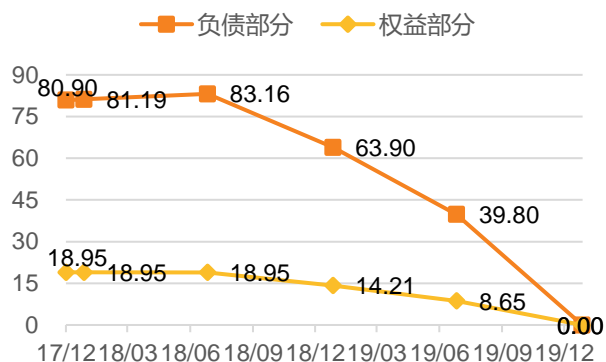
借 银行存款 99.85 亿元
应付债券-可转换公司债券（利息调整） 19.10 亿元

贷 应付债券-可转换公司债券（面值） 100 亿元
其他权益工具-可转换公司债券 18.95 亿元

资料来源：WIND，天风证券研究所

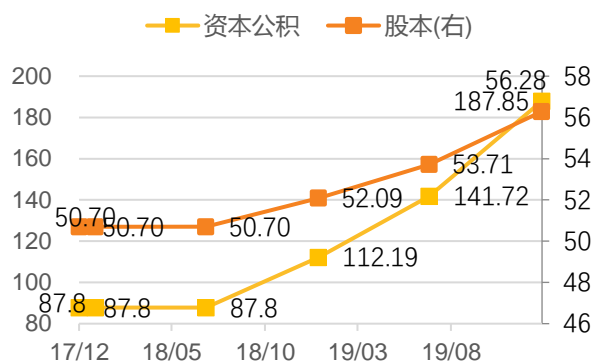
第二个重要的环节是银行可转债在转股的时候，将转债发行时记入“其他权益工具”的部分转入“资本公积”，同时扣除对应利息调整。随着宁行转债的不断转股，其他权益工具价值逐渐变为 0。至 2019 年 8 月 30 日宁行转债完成转股退市，其负债部分和权益部分归零，宁波银行股本增加至 56.28 亿元，资本公积增加至 187.85 亿元。

图 11: 宁行转债负债和权益拆分 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 12: 随着可转债转股, 宁波银行股本和资本公积提升明显 (亿元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

1.2.2. 核心指标的差异在哪里

可转债拥有债权性、股权性和可转换性三重特性, 同时涉及到可转债分析的主要为三个价格和四个条款。

表 4: 可转债几个关键词释义

属性	10 大名词	释义
三重特性	债权性	可转债和普通债权一样具有规定的利率和期限, 可转债持有人可以在存续期间持有以收取利息, 到期日收回本金。
	股权性	持有人在股票市场较为活跃时, 将可转债转换成公司股票, 成为公司股东。
	可转换性	可转债持有人可以在转股期内将可转债转换成公司股票, 类似期权。
三个条款	下修条款	任意 30 个连续交易日中至少有 x 个交易日正股价低于当期转股价的 x, 公司有权下修转股价。
	强赎条款	任意 30 个连续交易日中至少有 x 个交易日正股价高于当期转股价的 x, 公司有权强制赎回投资者手中尚未转股的可转债。
	回售条款	在可转债最后 x 个计息年度, 任意 30 个连续交易日中至少有 x 个交易日正股价低于当期转股价的 x, 投资者有权将可转债按照面值加上当期应计利息回售给上市公司。
四个价格	正股价	可转债对应公司股价。
	转股价	将可转债转换成每股股票的价格。
	转股价值	正股价/转股价*100, 一张面值 100 元的可转债转化成股票的价值。
	转股溢价率	可转债现价/转股价值*100%-1, 可转债市价相对于其转股后价值的溢价水平。

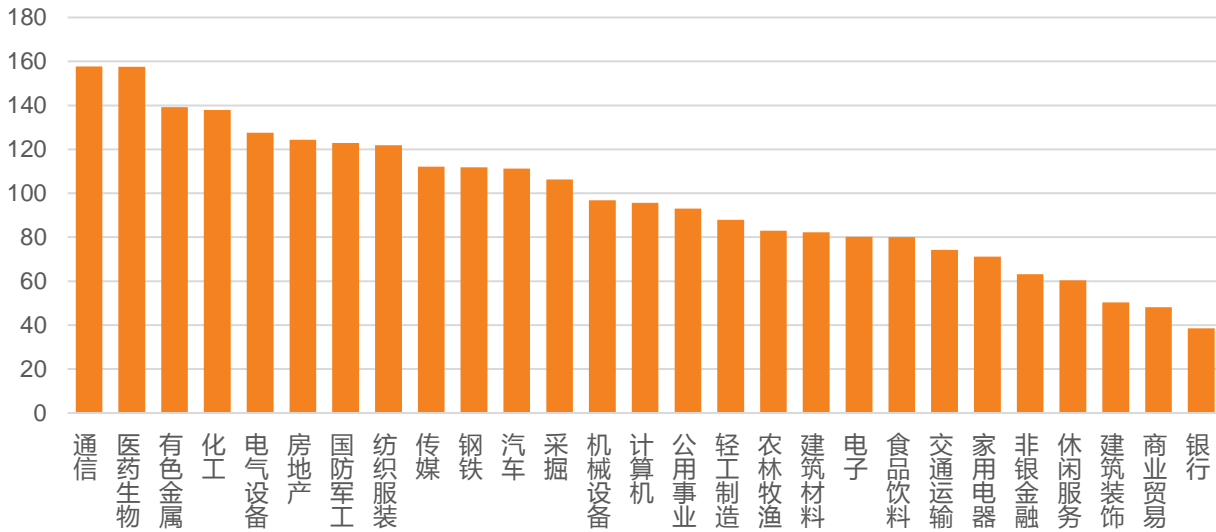
资料来源: 《可转换公司债券管理办法》, 天风证券研究所

1.2.2.1. 银行可转债债底厚, 转债价格波动更小

银行可转债价格最低一般在 90 元左右。可转债发行主体资质以及票息等存在差异, 对银行可转债的纯债价值起到决定作用。而银行可转债的债性较强, 债底较厚, 纯债价值较高, 对可转债价格起到一定的托底作用。与非银行企业发行的可转债比较, 银行可转债价格波动一般较小, 基本在 90~120 元的区间内震荡。且很少有低于 90 元的情况, 最高价和最低价的平均价差也不到 40 元, 明显低于其他行业。

银行可转债转股价的底线要求更为严格。与非银行企业可转债(非国企)相比, 银行可转债转股价一般有不低于最近一期经审计每股净资产和股票面值的底线要求, 可以理解为有 1 倍 PB 的隐形下限。

图 13：分行业可转债价格价差（平均最高价-平均最低价）（元）



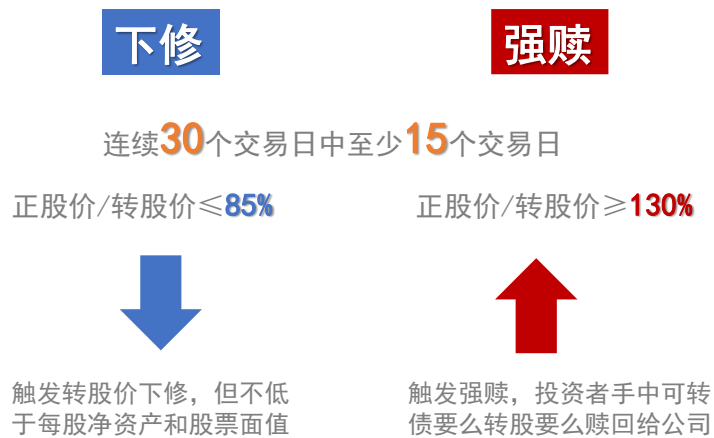
资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2.2.2. 银行可转债下修条款更严苛，强赎条款的促转股作用更大

银行可转债的下修条款是一种双赢条款。可转债一般在以下两种情形时触发转股价下修：1) 被动下修，主要源于现金分红或因增发、配股等导致股本变动；2) 主动下修，当正股价格持续下跌满足必要条件后。主动下修条款可以看成是双赢条款，下修后转股难度降低，既可以保护投资者的利益，同时对促进转股也有帮助。银行可转债典型的下修条款表述为“公司股价在任意 30 个交易日中至少有 15 个交易日收盘价低于当期转股价格的 85% (15/30,85%)，公司有权提出下修转股价”。(相比之下，非银行企业可转债下修条款有着更多的选择，包含“10/20<80%/85%/90%、10/30<80%/85%/90%”6 种情形)。

银行可转债往往通过强赎来进行转股。当正股价出现大幅上升时，可能会触发强赎条款。银行可转债典型的强赎条款表述为，“公司股价在任意 30 个交易日中至少有 15 个交易日收盘价高于当期转股价格的 30%，公司有权以 xx 元价格强制赎回投资者手中的可转债”。此时，投资者为避免可转债被公司强制赎回，会加快可转债的转股。**从已转股的可转债来看，银行可转债基本是靠强赎完成转股的，而非银行企业可转债转股的比例才 76.81%，通过强赎实现转股的比例只会更低。**

图 14：银行可转债典型的下修与强赎示意



资料来源：WIND，天风证券研究所

银行一般不设置有条件回售条款。对于银行而言发行可转债主要是为了转股补充资本，如果触发回售条款相当于银行转债没有达到既定目标，**所以银行不会设置有条件回售条款。**只有当募集资金用途发生变更时投资者才有权发起回售（这与非银行企业可转债一致）。

因此可以看到退市及存续的共计 22 只银行可转债均没有设置有条件回售条款。

表 5：银行可转债与非银行企业可转债的不同之处

区别	非银行企业可转债	银行可转债
发行流程	流程如下：董事会预案发布、股东大会通过、证监会发审委审核通过、证监会核准批文、发行、上市	在股东大会通过与证监会发审委审核之间多一道银保监会批准，从预案公告到取得证监会核准耗时长，不确定性强
发行规模	规模较小（十亿元以下）	规模较大（数十亿元到数百亿元不等），普遍在 20 亿元以上，总规模占比超过 1/3
发行目的	获取较低成本的债权融资，用于企业生产经营	补充核心一级资本
结束方式	转股、 回售 、自然到期	转股、自然到期
转股价格限制	初始转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价	初始转股价格不得低于募集说明书公告日前二十个交易日发行人股票交易均价和前一交易日均价， 以及最近一期经审计的每股净资产和股票面值。
转股次数及转股时长	转股次数较低，截止 2021 年 11 月末，其他行业已退市转债平均转股次数大多在 100 左右、平均时长不一。	银行转债平均转股次数和转股时长普遍较高，部分银行试图通过多次向下修正转股价来促成转股；截止 2021 年 11 月末，已退市银行转债平均转股次数近 300 次、平均时长达 840 天。
下修条款	有六种情形：10/20，80%/85%/90%；15/30，80%/85%/90%。且基本没有是否高于每股净资产要求（国有企业要求较多）。	基本为（15/30，80%）一种情形。下修幅度受到可转债转股价的限制， 即最近一期经审计的每股净资产和股票面值。
回售条款	设置有条件的回售条款，多数为“最近两个计息年度，任意 30 个连续交易日正股价低于转股价的 70%”（30<70%）。	一般不会设置有条件的回售条款 ，而附加回售条款为在改变募集资金用途下会被触发回售。

资料来源：证监会，天风证券研究所

2. 以史为鉴-银行可转债投资策略

2.1. 投资策略的核心是什么？

怎样获取超额收益？ 投资银行可转债可以从可转债的股债双重特性出发，以可转债价格和转股溢价率为双因子，形成 4 个组合，即高可转债价格+高转股溢价率、高可转债价格+低转股溢价率、低可转债价格+低转股溢价率、低可转债价格+高转股溢价率。如何获取持有可转债带来的超额收益，无非是 1) 在可转债存续期间，享受低价买入高价卖出的价差收益，以及 2) 强赎线以下买入，等可转债触发强赎时，相当于以较低成本价持有公司股份（转股后立即卖出）。

可转债投资策略可分为持股策略和持债策略。根据转股溢价率的高低，可以将可转债定性为偏股性和偏债性。当转股溢价率较低时，可转债价格跟随正股上涨的关联度较高，其进攻性（股性）更强，反之则债性更强。因此我们可以将可转债投资策略分为持股和持债两种。在此我们对市场熟知的双低策略不做讨论，而会在下文重点描述其他与银行可转债相关的策略。

图 15：以转债价格和转股溢价率双因子构建的转债投资策略



资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2. 持股策略-追求高收益

2.2.1. 事件驱动-博弈业绩

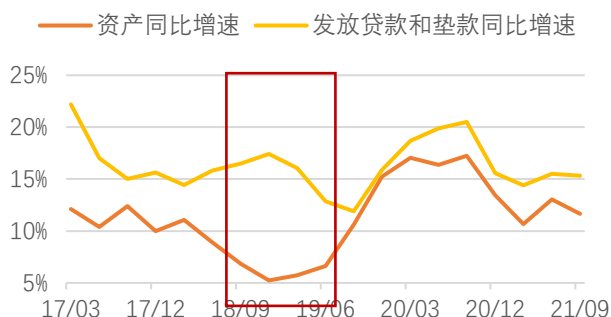
关注核心一级资本较为紧缺的中小银行。 对银行来说，发行可转债的主要目的是实现转股补充资本。因此必定要关注核心一级资本较为短缺的银行。这类银行的资本补充意愿更加强烈，对市值管理有更迫切的诉求。而银行作为价值股，扭转估值的关键在于改善基本面的预期。所以有资本压力的银行往往更倾向于提高业绩增速改善报表。建议关注短期业绩迎来爆发式增长的银行，或者资产质量实现显著向好的银行。同时业绩的释放和股价的上升可以形成相互的催化效果，当正股价上涨的时候，银行可转债的转股概率上升，进一步强化了银行基本面向好的信号，改善市场的股价预期。

以平银转债为例，可转债于 2019 年 2 月 18 日上市。平安银行在 2016 年底管理层变更、提出转型零售银行后，经过两年的调整期，到 2019 年一季度业绩开花结果。利润增速显著提升，归母净利润同比增长 13%。利润同比增速不仅重新回到双位数水平，而且直接跃升至上市国有大行及股份行的第 2 位，仅次于浦发银行。市场关注的资产质量问题也得到改善，2019 年一季度末平安银行的不良率 1.73%，较上年末下降了 2bp，关注类贷款占比创自 2016 年以后新低。公司管理层也表现出对未来业绩释放的信心。

在强势业绩带动下，即使四、五月份受到板块回调影响，六、七月份公司股价仍然表现出较好的超额收益。公司于 2019 年 8 月 7 日披露半年报，业绩更上一层楼。利润增速上升到 15% 以上，增速名列上市国有大行及股份行榜首。受此影响公司股价正式站稳在强赎线 13.96 元以上，最终于当年 9 月 27 日完成转股退市，从开始转股到退市历时仅仅 64 天。

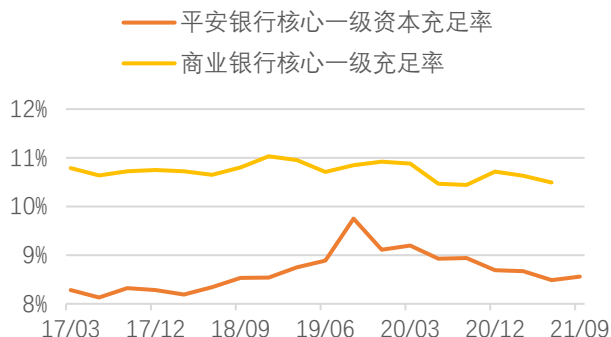
平安银行转股效率如此之高，主要是公司对资本补充的诉求尤为强烈。公司的核心一级资本充足率长期处于较低水平，从 2016 年新管理层上任到 2018 年平安银行核心一级资本充足率基本在 8.5% 以下，排在上市国有大行和股份行的倒数第二。所以加快可转债的转股是当时公司恢复健康发展的重要目标。

图 16: 资本不足对资产扩张有一定制约



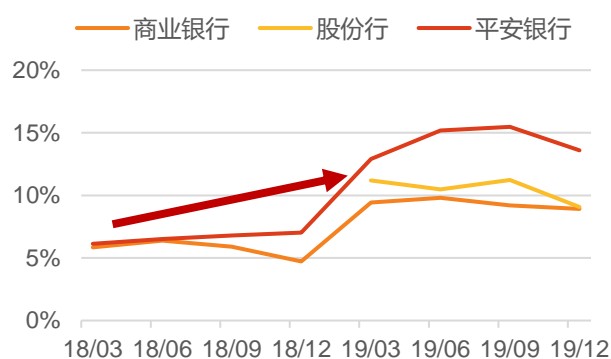
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 17: 平安银行核心一级资本充足率较低



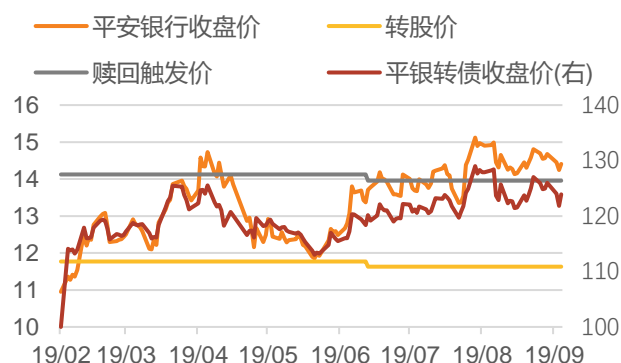
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 18: 平安银行业绩同比增长在 2019 年迎来明显改善



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 19: 平银转债相关指标走势 (元)



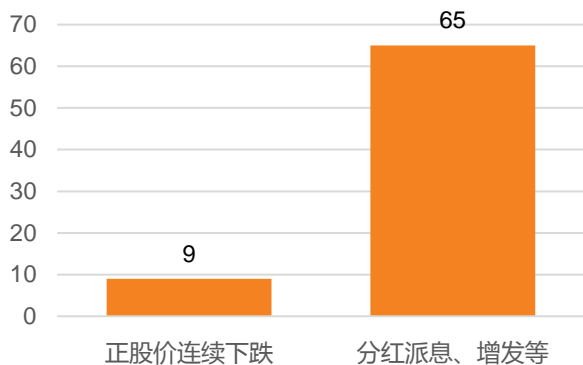
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.2.2. 事件驱动-博弈主动下修

为什么关注主动下修? 转股价下修的动作和幅度往往反映出公司真实的转股意愿。除了技术性的转股价格下降带来的转股价值上涨外，公司释放出的转股意愿也会改善市场对转债价格和股票估值的预期。因此主动下修后往往会创造较好的投资机会，实现超额收益。

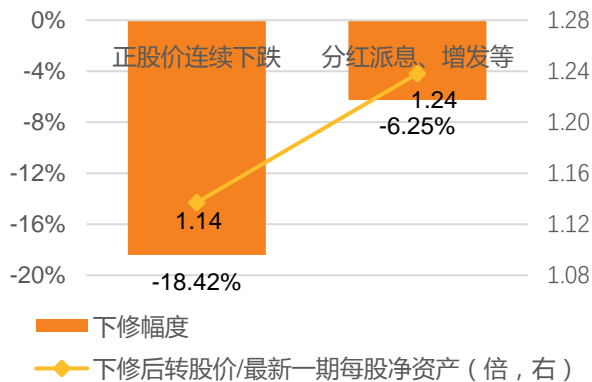
博弈主动下修的关键在于判断转股价是否下修到位。 从历史数据来看，银行转债转股价下修的底线是最新一期经审计每股净资产，所以可以通过判断银行是否将转股价下修到底作为公司转股意愿高低的判断标准。一般在董事会决议下修转股价的公告发布前后就可以进行布局，后续的窗口期往往有较好收益。我们以历史上 9 次主动下修为例，以董事会公告下修预案日为起始点，往后 1 个月、3 个月、6 个月的平均涨幅（算术平均值）为 3.08%、4.81%、5.48%。少数基本面优秀的标的还会实现更高的涨幅。以常熟转债为例，常熟转债于 2018 年 7 月 9 日触发下修条款，7 月 16 日公告下修转股价，最终于 8 月 27 日将转股价下修 22%。在 7 月 16 日公告后的 3 个月内可转债价格上涨近 12%。

图 20: 银行可转债历史转股价下修分类 (次数)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 21: 分情形转股价下修后, 转股价/最新一期每股净资产平均值



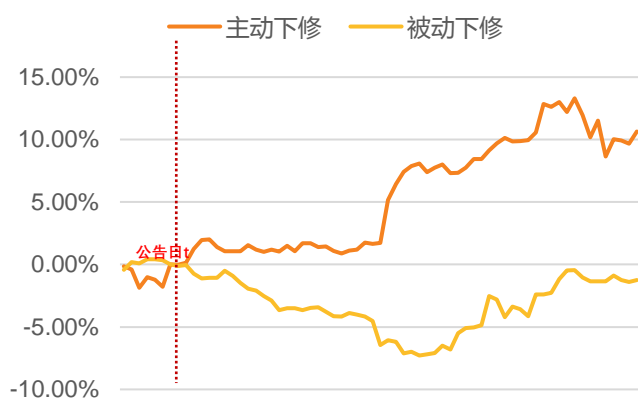
资料来源: WIND, 天风证券研究所

表 6: 9 次主动下修明细

债券简称	董事会公告日	下修转股价时间	前次转股价 (元)	本次下修后转股价 (元)	下修幅度	最新一期经审计每股净资产 (元)	下修后转股价/最新一期经审计每股净资产
中行转债 (退市)	2013.1.30	2013.3.29	3.44	2.99	13.08%	2.95	1.01
常熟转债 (退市)	2018.7.16	2018.8.27	7.43	5.76	22.48%	4.71	1.22
江银转债	2018.4.16	2018.5.3	9.16	7.02	23.36%	5.18	1.36
	2018.8.10	2018.8.28	6.92	5.67	18.06%	5.18	1.09
无锡转债	2018.4.27	2018.5.21	8.9	6.85	23.03%	5.01	1.37
	2020.4.08	2020.4.30	6.52	5.97	8.44%	5.97	1.00
青农转债	2021.3.30	2021.4.16	5.74	4.47	22.13%	4.39	1.02
紫银转债	2021.7.20	2021.8.10	4.65	4.05	12.90%	4.05	1.00
杭银转债	2021.8.11	2021.8.30	16.71	12.99	22.26%	10.77	1.21

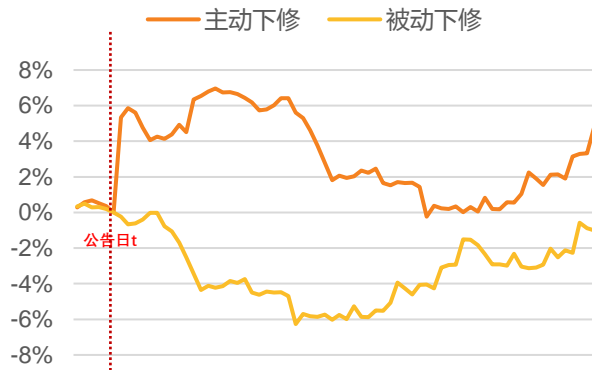
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 22: 常熟转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益 (主动)



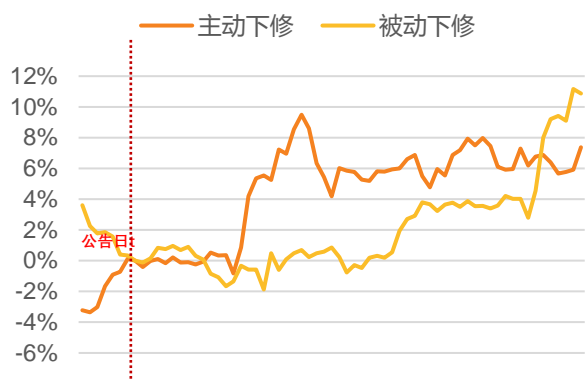
资料来源: WIND, 天风证券研究所 (在董事会公告下修 (主动和被动) 转股价后可转债 3 个月涨跌幅, 后续图 23-25 同理)

图 23: 江银转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益 (主动)



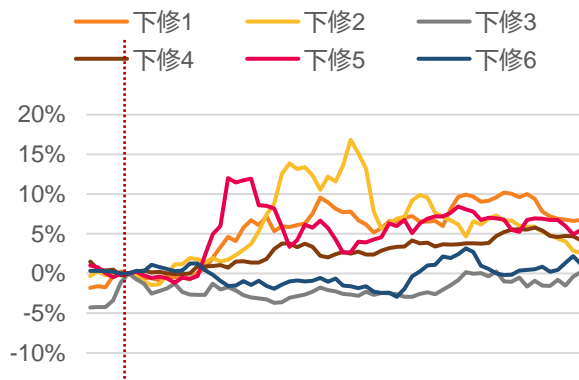
资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 24: 杭银转债在公告下修转股价后往往有较好的超额收益(主动)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 25: 光大转债多次被动下修转股价后可转债价格涨跌无明显规律



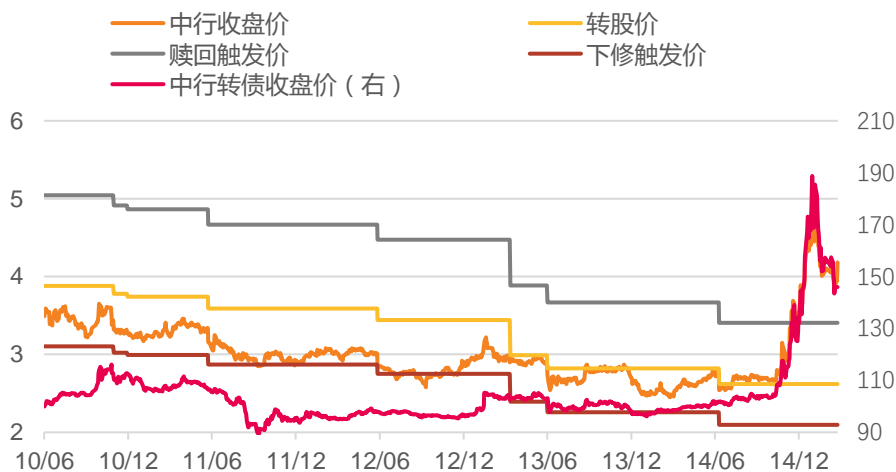
资料来源: WIND, 天风证券研究所

2.2.3. 事件驱动-博弈到期日

当银行可转债临近到期日时, 银行可转债转股的时间窗口越小, 银行转股的意愿就越强烈。从这一角度出发我们可以选择离到期日较近的可转债中选择合适的投资标的。

临近到期日, 中行转债抓住牛市行情促成转股。以中行转债为例, 其于 2010 年 6 月 18 日上市, 并于当年 12 月 2 日进入转股期。直到 2014 年 11 月 30 日, 其转股比例依旧很低, 仅为 9.28%。此时距离可转债到期日仅剩一年半时间, 有一定的转股诉求。2014 年 11 月受牛市行情推动, 中国银行股价一路飙升。银行(申万)指数在 11 月-12 月两个月飙升了 53.20% (万得全 A 上涨 21.27%), 中行上涨了 48.21%。中行转债在 2014 年 11 月 19 日-12 月 30 日期间触发强赎条款, 终于在 2015 年 3 月 13 日摘牌退市。

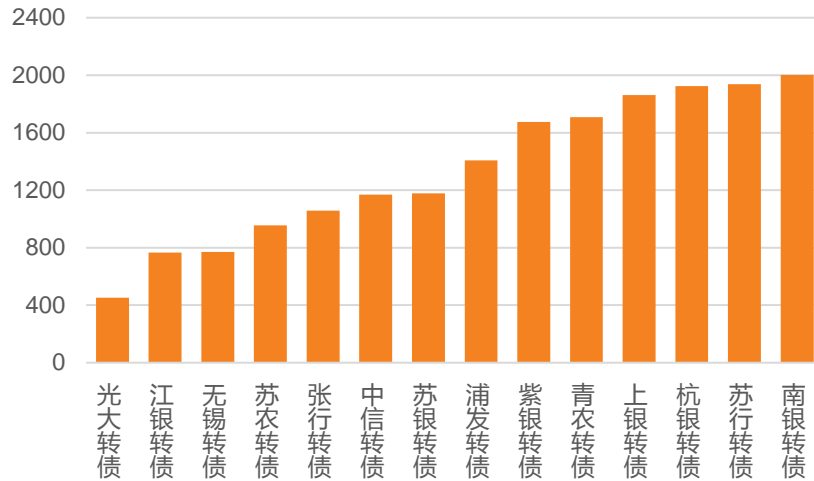
图 26: 中国银行可转债价格走势情况(元)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

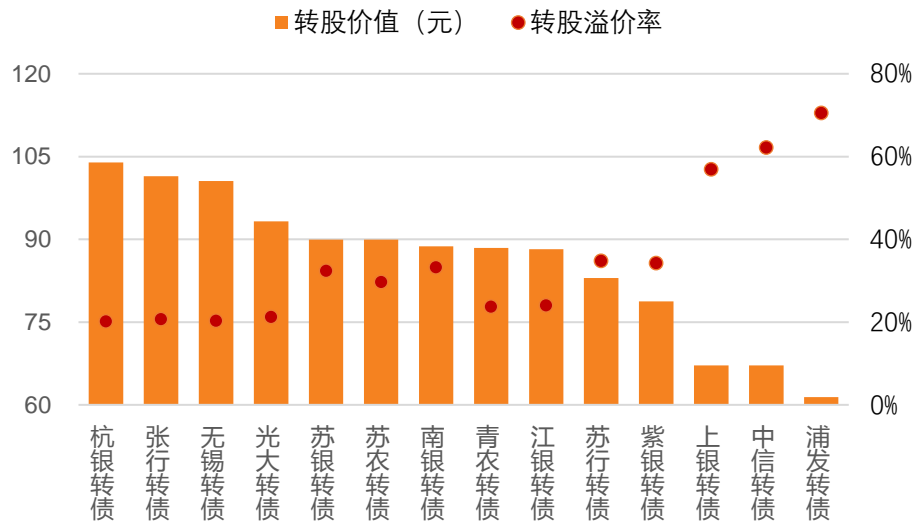
从存续的银行可转债来看, 平均存续时长为 822 天, 多为近两年发行。虽然现有银行可转债距离到期日时间较长, 但是银行的业绩释放或者基本面改善往往需要较长的准备时间。不同于非银行企业, 银行可转债存续期越长, 可能意味着银行的资本补充手段越少。因为银行补充核心一级资本的渠道只有 IPO、增发、发行可转债、以及配股等, 而每一项都需要经过银保监会(局)和地方国资的审批, 在前次项目融资完成申请下一轮融资难度相对较大。所以可转债存续时间越长, 也越可能给银行资本补充造成一定负担。

图 27：目前银行离到期日时长（天）



资料来源：WIND，天风证券研究所（截至 2021 年 12 月 20 日）

图 28：存续可转债转股价值和转股溢价率



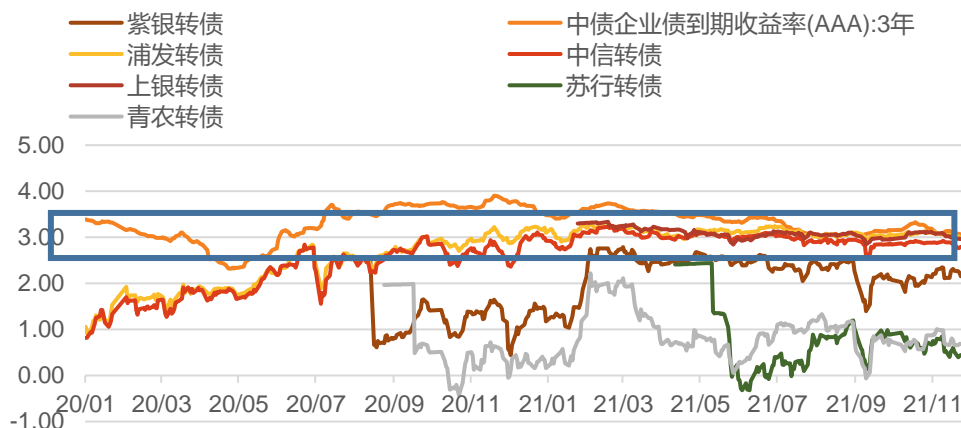
资料来源：WIND，天风证券研究所（2021 年 12 月 20 日）

2.3. 持债策略-高资质信用债替代品种

银行可转债往往可以作为高资质信用债替代品种。银行可转债的资质较为优异，已退市的加上存续的共计 22 只银行可转债中有 7 只债项评级为 AA+，其余均为 AAA。去年以来在城投债和房地产债各种违约事件影响下，债券市场信心有所受损。而发行可转债的银行为行业中的优质公司，违约风险极低，因此银行可转债可以作为同等收益率信用债替代品种。

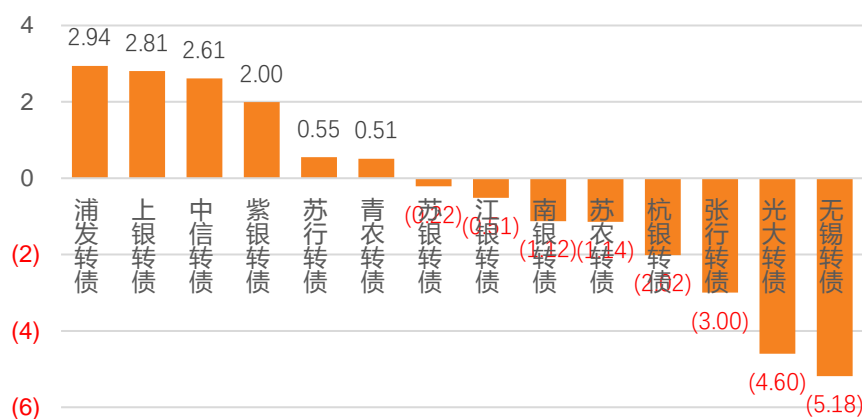
选择 3%左右纯债到期收益率的银行可转债。这里考虑到银行可转债的平均存续时长在 3 年左右，我们选取 AAA 级的 3 年期信用债到期收益率作为比较。可以看到同等资质信用债近两年来收益率也在下滑，目前跌至 3%左右，较部分银行可转债纯债到期收益率优势已明显减少。除此之外银行可转债的转股预期相当于内置期权，所以银行可转债作为债券品种去配置仍有不小的吸引力。

图 29：部分银行可转债纯债到期收益率与优质信用债到期收益率比较（AAA，3年，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 30：目前 14 只银行可转债今年以来平均纯债到期收益率（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所（截至 2021 年 12 月 20 日）

表 7：14 只可转债最新评级

评级	相关银行可转债
AAA	苏行转债、苏银转债、浦发转债、中信转债、光大转债、上银转债、南银转债、青农转债、杭银转债
AA+	无锡转债、江银转债、苏农转债、张行转债、紫银转债

资料来源：WIND，天风证券研究所（截至 2021 年 12 月 20 日）

3. 核心投资策略是寻找真正缺资本的银行

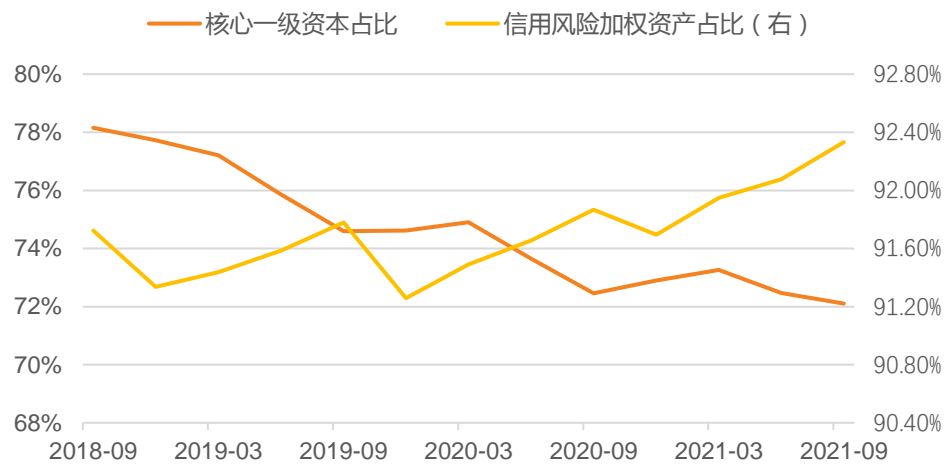
不管是博弈银行的业绩释放，还是博弈银行的下修条款，本质上都是在判断银行的资本补充诉求。资本补充诉求越强的银行不只是有较强的市值管理动力，而且也愿意表现出更具投资吸引力的基本面。那么如何找到真正需要补充资本的银行，一个行之有效的方法是测算银行资本缺口，尤其是核心一级资本缺口。

3.1. 如何测算资本缺口？

3.1.1. 怎么衡量资本缺口？

监管要求下的核心一级资本充足率是底线。商业银行的核心一级资本充足率受到银行资本管理办法规范。银行资本分为核心一级资本、其他一级资本和二级资本三个部分。风险加权资产包括信用风险加权资产、市场风险加权资产和操作风险加权资产。而在两者中占主导的分别是核心一级资本和信用风险加权资产，近三年来银行资本中核心一级资本占比 70% 以上，风险加权资产中信用风险加权资产占比 90% 以上。

图 31：商业银行资本及风险加权资产中核心指标占比



资料来源：WIND，天风证券研究所（核心一级资本占比即核心一级资本净额占资本净额比例，信用风险加权资产占比类似）

核心一级资本充足率的管理目标一般为 8.5% 以上。核心一级资本充足率即为核心一级资本净额与风险加权资产的比值（百分比），按监管要求我国商业银行核心一级资本充足率不得低于 5%，同时应在最低资本要求上计提 2.5% 的储备资本。所以核心一级资本充足率的监管底线为 7.5%。一般来说，银行会预留 1% 到 1.5% 的缓冲垫，所以核心一级资本充足率管理底线一般会在 8.5% 到 9%。

入选国内系统重要性银行的公司，其监管底线还会小幅上升。2021 年 10 月 15 日，人行会同银保监会公布了首份系统重要性银行（D-SIBs）名单，针对国内系统重要性银行提出 0.25%、0.5%、0.75%、1%、1.5% 的附加资本要求，以核心一级资本满足。结合上文所述，入选名单的银行核心一级资本充足率的监管底线在 7.75%-9%，考虑到缓冲垫，监管底线在 8.75%-10.5%。

表 8：国内系统重要银行分组核心一级资本充足率要求（表）

分组	银行	附加资本要求	核心一级资本充足率监管要求	21Q3 末核心一级资本充足率
第四组	工商银行	1.50%	9.00%	13.14%
	中国银行	1.50%	9.00%	11.12%
	建设银行	1.50%	9.00%	13.40%
	农业银行	1.00%	8.50%	11.18%
第三组	交通银行	0.75%	8.25%	10.68%
	招商银行	0.75%	8.25%	12.31%
	兴业银行	0.75%	8.25%	9.54%
第二组	浦发银行	0.50%	8.00%	9.35%
	中信银行	0.50%	8.00%	8.80%
	民生银行	0.50%	8.00%	8.83%
	邮储银行	0.50%	8.00%	10.00%
第一组	平安银行	0.25%	7.75%	8.56%
	光大银行	0.25%	7.75%	8.99%
	华夏银行	0.25%	7.75%	8.70%
	广发银行	0.25%	7.75%	7.80%
	宁波银行	0.25%	7.75%	9.39%
	上海银行	0.25%	7.75%	9.08%
	江苏银行	0.25%	7.75%	8.75%
	北京银行	0.25%	7.75%	9.53%
其他	其他	0%	7.5%	—

资料来源：人行，银保监会，天风证券研究所（第五组暂无，广发银行为二季度末数据）

核心一级充足率也取决于银行的长期规划。一般来说，银行会定期制定长期的资本规划，对核心一级资本充足率提出特殊要求。比如工商银行在《中国工商银行 2021-2023 年资本规划》中指出，核心一级资本充足率要保持在 10%以上。此外，银行的资本充足率也会受到短期资产投放节奏和结构的影响。过快的资产投放或风险资产权重过高都会加速消耗银行核心一级资本，制约银行的资产投放。

3.1.2. 商业银行核心一级资本如何测算？

3.1.2.1. 分拆为两项-核心一级资本净额和风险加权资产的测算

这里我们拟测算银行的核心一级资本充足率，首先我们分别测算两个指标，即分子的核心一级资本净额和分母的风险加权资产净额。

1、核心一级资本净额。核心一级资本净额由核心一级资本减去部分扣减项所得，其中核心一级资本由实收资本、资本公积可计入部分、盈余公积、一般风险准备、未分配利润、少数股东资本可计入部分及其他构成。从结构上看核心一级资本净额约等于银行剔除其他权益之后的归母净资产。因此对核心一级资本净额的预测，可以基于净资产的会计变动进行拟合。所以我们可用前一期末的核心一级资本净额，加上本期扣除利息派发及现金分红后的归母净利润两者之和作为当期核心一级资本净额的预测值。

图 32：核心一级资本测算思路导图

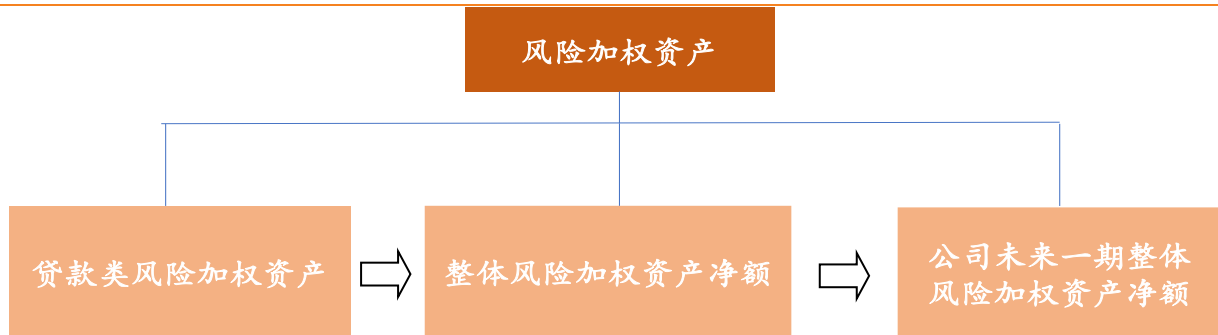


资料来源：天风证券研究所

2、**风险加权资产净额**。风险加权资产的主要组成部分是信用风险加权资产，而后者主要受表内资产结构的影响。所以我们重点估算表内的风险加权资产规模。

表内风险加权资产最主要构成为贷款，我们通过给予贷款细分项不同的风险权重系数，可以相对精确的计算出贷款对应的风险加权资产净额。而贷款风险加权资产净额和总体的比例是相对稳定的，所以可以通过预测贷款的细分结构来得到风险加权资产的近似值。

图 33：风险加权资产测算思路导图



资料来源：天风证券研究所

因为数据可得性较低，所以结果不会完全精确。这主要是因为风险加权资产的精算计量需要银行资产结构的详尽数据，但是银行在定期财报中披露的信息非常有限。仅仅通过资产负债表是很难去评估每一个资产科目对应的信用风险加权资产。

这里我们分两种情形测算银行核心一级资本缺口：

情形 1：考虑到公司自身的资本规划，假设未来三年上市银行均保持最新一期的核心一级资本充足率不变，测算其资本缺口压力（见表 9，情形 2 同见表 9）。

情形 2：在情形 1 的基础上，考虑到部分上市银行有较强的资本补充诉求，同时结合监管底线要求。假设未来三年上市银行核心一级资本充足率均要求不低于 9%，测算未达标银行将核心一级资本充足率提升至 9%面临的资本缺口压力。

另外，如果银行拨备覆盖率不足 150%的监管要求，我们将其提升至 150%，对应提取的拨备对核心一级资本有所损耗，也计入其中。

3.1.2.2. 我们测算方法的精度怎么样？

我们可以更高频的追踪银行的核心一级资本充足率。采用上述模型去测算银行的核心一级资本充足率有比较明显的优势，具体如下：

- 1) 对于风险加权资产的测算，我们可以综合考虑每家银行不同的资产结构，因为对于不同类型的银行来说，资产结构的差异很大程度上也决定了资产的风险损耗程度。
- 2) 对核心一级资本净额的测算，我们可以同时考虑银行的利润留存和各项支出对银行资本的影响，甚至可以相对准确的计算出每个季度末的核心一级资本净额。
- 3) 相关数据为季度披露，我们亦可对其进行更高频的测算。结合前文的核心一级资本净

额，我们可以更早的追踪相关银行的核心一级资本充足率情况。

回测误差较小。我们基于银行的历史数据进行核心一级资本充足率的预测，以季度为频率，通过测算值和实际值的比较来考察算法的精确度。具体回测方法如下：1) 以回测基期季末数据为参考，如核心一级资本净额的回测中，以基期季末核心一级资本净额加上未来一期归母净利润，减去未来一季现金股利、优先股及永续债股息分发，得出未来一季核心一级资本净额，未来几季以此类推。2) 加权风险资产净额也以基期季末为起点，同样参考核心一级资本净额的测算路径得到未来几季的数据。

以数据较全的上市银行为例，以 2019 年末为起始点，预测基期往后 2020 年末和今年前三季度分季末的核心一级资本充足率，然后和实际值进行比较。通过测算可以得到，上市银行的核心一级资本误差普遍较小，基本在 30bp 的误差之内。其中资产增速及结构较为稳定的银行，其误差更小。

图 34：上市银行 2020 年末及今年三季度末测算核心一级资本充足率与实际值差异

上市银行	2020年末测算值	2020年末实际值	误差	21Q3末测算值	21Q3末实际值	误差
工商银行	13.29%	13.18%	0.11%	13.26%	13.14%	0.12%
建设银行	13.74%	13.62%	0.12%	13.52%	13.40%	0.12%
农业银行	11.16%	11.04%	0.12%	11.20%	11.18%	0.02%
中国银行	11.44%	11.28%	0.16%	11.15%	11.12%	0.03%
邮储银行	9.52%	9.60%	-0.08%	10.07%	10.00%	0.07%
交通银行	10.96%	10.87%	0.09%	10.91%	10.68%	0.23%
招商银行	12.30%	12.29%	0.01%	12.16%	12.31%	-0.15%
浦发银行	9.42%	9.51%	-0.09%	9.50%	9.35%	0.15%
兴业银行	9.38%	9.33%	0.05%	9.65%	9.54%	0.11%
中信银行	8.79%	8.74%	0.05%	8.74%	8.80%	-0.06%
民生银行	8.51%	8.51%	0.00%	8.75%	8.83%	-0.08%
光大银行	8.95%	9.02%	-0.07%	9.08%	8.99%	0.09%
平安银行	8.55%	8.69%	-0.14%	8.67%	8.56%	0.11%
华夏银行	8.68%	8.79%	-0.11%	8.69%	8.70%	-0.01%
北京银行	9.60%	9.42%	0.18%	9.49%	9.53%	-0.04%
上海银行	9.43%	9.34%	0.09%	9.11%	9.08%	0.03%
江苏银行	9.18%	9.25%	-0.07%	8.80%	8.75%	0.05%
浙商银行	8.48%	8.75%	-0.27%	8.43%	8.45%	-0.02%
宁波银行	9.55%	9.52%	0.03%	9.48%	9.39%	0.09%
南京银行	10.00%	9.97%	0.03%	10.11%	10.09%	0.02%
杭州银行	8.50%	8.53%	-0.03%	8.49%	8.51%	-0.02%
渝农商行	11.62%	11.96%	-0.34%	12.07%	12.26%	-0.19%
长沙银行	8.60%	8.61%	-0.01%	9.88%	9.82%	0.06%
成都银行	9.27%	9.26%	0.01%	8.40%	8.34%	0.06%
贵阳银行	9.47%	9.30%	0.17%	10.75%	10.62%	0.13%
重庆银行	8.30%	8.39%	-0.09%	9.39%	9.25%	0.14%
郑州银行	8.79%	8.92%	-0.13%	9.66%	9.62%	0.04%
青岛银行	8.26%	8.35%	-0.09%	8.18%	8.35%	-0.17%
青农商行	9.49%	9.73%	-0.24%	9.61%	9.52%	0.09%
苏州银行	11.31%	11.26%	0.05%	10.60%	10.42%	0.18%
齐鲁银行	9.40%	9.49%	-0.09%	9.69%	9.44%	0.25%
西安银行	12.10%	12.37%	-0.27%	12.21%	11.92%	0.29%
厦门银行	11.08%	11.34%	-0.26%	10.78%	10.56%	0.22%
紫金银行	11.02%	11.19%	-0.17%	9.55%	9.76%	-0.21%
常熟银行	10.95%	11.08%	-0.13%	10.15%	10.12%	0.03%
无锡银行	8.86%	9.03%	-0.17%	8.37%	8.41%	-0.04%
张家港行	10.13%	10.35%	-0.22%	9.79%	9.59%	0.20%
江阴银行	13.53%	13.34%	0.19%	12.56%	12.68%	-0.12%
苏农银行	11.24%	11.38%	-0.14%	10.95%	10.72%	0.23%

资料来源：WIND，天风证券研究所

3.1.3. 哪些银行缺资本？

按照上两小节的方法，我们可以测算未来三年（2021-2023 年）上市银行的资本缺口，当然该方法也同样适用于非上市银行，具体为：

1) 核心一级资本：2021 年归母净利润采用 2021 年三季度报同比增速数据计算而出，2022-2023 年上市银行归母净利润采取万得一致预期，分季的业绩则采取年度增速推算。

现金分红比例采取 2020 年报披露值不变；优先股股息派发采取 2021 年 12 月 20 日优先股规模*票面利率，境外优先股则需考虑汇率因素，同样取 12 月 20 日收盘数据；永续债股息同样依照该算法。需要注意的是现金红利及利息派发参考公司以往年度分派节奏。

2) 风险加权资产净额：首先对银行未来三年贷款增速取 2021 年三季度末数据，以此算出贷款余额。其次贷款余额与对应的加权风险资产净额比值取今年半年度末数据，由此得出贷款类风险加权资产净额。最后 2021 年贷款类风险加权资产净额与整体风险加权资产比值取今年半年末比值，2022-2023 年该比例每年提升幅度取近三年平均值(每家银行各异)，分季节则将比例增幅平摊。据此得出公司未来三年整体风险加权资产净额。

图 35：上市银行年末核心一级资本充足率（2021-2023 年为预测值）

上市银行	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
工商银行	12.98%	13.20%	13.18%	13.33%	13.28%	13.32%
建设银行	13.83%	13.88%	13.62%	13.73%	13.59%	13.60%
农业银行	11.55%	11.24%	11.04%	11.09%	10.79%	10.65%
中国银行	11.41%	11.30%	11.28%	11.43%	11.45%	11.53%
邮储银行	9.77%	9.90%	9.60%	10.04%	9.82%	9.72%
交通银行	11.16%	11.22%	10.87%	11.06%	10.85%	10.75%
招商银行	11.78%	11.95%	12.29%	12.67%	13.26%	13.92%
浦发银行	10.09%	10.26%	9.51%	9.22%	8.97%	8.78%
兴业银行	9.30%	9.47%	9.33%	9.44%	9.73%	10.00%
中信银行	8.62%	8.69%	8.74%	8.82%	8.95%	9.15%
民生银行	8.93%	8.89%	8.51%	8.56%	8.79%	9.02%
光大银行	9.15%	9.20%	9.02%	9.04%	8.95%	8.91%
平安银行	8.54%	9.11%	8.69%	8.52%	8.27%	8.20%
华夏银行	9.47%	9.25%	8.79%	9.04%	9.46%	9.89%
北京银行	8.93%	9.22%	9.42%	9.53%	9.93%	9.96%
上海银行	9.83%	9.66%	9.34%	8.95%	8.79%	8.63%
江苏银行	8.61%	8.59%	9.25%	8.61%	8.18%	7.81%
浙商银行	8.38%	9.64%	8.75%	8.33%	8.23%	8.09%
宁波银行	9.16%	9.62%	9.52%	9.43%	9.16%	9.40%
南京银行	8.51%	8.87%	9.97%	10.34%	9.99%	9.72%
杭州银行	8.17%	8.08%	8.53%	8.40%	7.93%	7.52%
渝农商行	10.95%	12.42%	11.96%	11.82%	11.43%	11.10%
长沙银行	9.53%	9.16%	8.61%	9.73%	9.77%	9.78%
成都银行	11.14%	10.13%	9.26%	8.22%	7.34%	6.92%
贵阳银行	9.61%	9.39%	9.30%	10.46%	10.41%	10.36%
重庆银行	8.47%	8.51%	8.39%	8.82%	8.32%	7.81%
郑州银行	8.22%	7.98%	8.92%	9.35%	8.90%	8.52%
青岛银行	8.39%	8.36%	8.35%	8.45%	8.77%	8.97%
青农商行	10.60%	10.48%	9.73%	9.51%	9.71%	9.74%
苏州银行	10.07%	11.30%	11.26%	10.57%	10.39%	10.27%
齐鲁银行	10.63%	10.16%	9.49%	9.19%	8.04%	7.10%
西安银行	11.87%	12.62%	12.37%	12.42%	12.35%	11.78%
厦门银行	10.85%	11.15%	11.34%	10.27%	9.49%	8.71%
紫金银行	9.70%	11.07%	11.19%	10.14%	10.12%	9.75%
常熟银行	10.49%	12.44%	11.08%	10.09%	9.21%	8.36%
无锡银行	10.44%	10.20%	9.03%	8.54%	8.18%	7.89%
张家港行	11.94%	11.02%	10.35%	9.35%	8.84%	8.41%
江阴银行	14.02%	14.16%	13.34%	12.83%	12.18%	11.67%
苏农银行	10.99%	12.17%	11.38%	10.20%	9.33%	8.58%
瑞丰银行	13.50%	15.62%	14.66%	15.50%	15.81%	15.59%

资料来源：WIND，天风证券研究所（不考虑未来几年再融资情况）

在测算出上市银行的核心一级资本充足率情况后，我们可以依据前文所述的情形来测算其资本缺口。目前上市银行中，大行中除农行外短期补充资本的压力较小。股份行中浦发、光大、民生和平安面临着一定的核心一级资本短缺压力¹。**城商行和农商行普遍面临着一定的核心一级资本补充压力。**

表 9：上市银行未来三年核心一级资本缺口测算（亿元）

	情形 1：核心一级资本充足率均按照 2021 年三季度末保持不变，测算资本缺口			情形 2：在情形 1 的基础上，核心一级资本充足率低于 9% 的上市银行，要达到 9% 的资本缺口		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
工商银行						
建设银行						
农业银行	173	795	1191	173	795	1191
中国银行						
邮储银行		125	222		125	222
交通银行						
招商银行						
浦发银行	91	264	431	91	264	431
兴业银行	66			66		
中信银行				108	30	
光大银行	150	22		247	120	
平安银行		18	42		22	47
民生银行	41	146	197	199	328	405
华夏银行						
北京银行						
上海银行	26	66	115	26	66	115
江苏银行	26	118	227	71	170	288
浙商银行	18	35	65	99	124	162
宁波银行		36			36	
南京银行		13	54		13	54
杭州银行	10	58	116	52	108	174
渝农商行	37	78	121	37	78	121
长沙银行	5	3	3	5	3	3
成都银行	7	71	122	44	117	179
贵阳银行	7	11	15	7	11	15
重庆银行	21	52	93	21	52	93
郑州银行	12	34	58	12	34	58
青岛银行				16	7	1
青农商行	0.41			0.41		
苏州银行		1	6		1	6
齐鲁银行	7	50	102	7	50	102
西安银行			4			4
厦门银行	6	25	51	6	25	51
紫金银行			0.18			0.18
常熟银行	1	22	50	1	22	50
无锡银行		4	10	7	14	22
张家港行	3	10	19	3	10	19

¹ 华夏银行 2020 年末核心一级资本充足率为 8.79%，相对较低，维持该比例难度不大

江阴银行		6	13		6	13
苏农银行	6	20	35	6	20	35
瑞丰银行						
总计	713	2083	3364	1303	2652	3862

资料来源：WIND，天风证券研究所（标红的为已发行可转债的银行，标黄的为拟发行可转债的银行；无数据为无缺口）

4. 投资建议：股性为矛、债性为盾

我们于前两章节重点描述了银行可转债的投资策略。就银行可转债的发行目的来看，相当于其内置股票期权。从持债策略角度出发，单纯的将银行可转债当成纯债配置显得收益率偏低，属于防守型策略。这里我们可以选择相对较高收益的品种，且正股价波动较小，对可转债价格影响较低的上银转债、浦发转债及中信转债。而从持股策略角度出发，我们更多建议选择核心策略，即从银行资本补充压力方面去考虑，获取超额收益的可能性更高，属于进攻性策略。

目前已发行可转债及拟发行可转债的银行均面临不同程度的资本缺口压力。截至 2021 年 12 月 20 日，银行存续 14 只可转债，合计发行规模达 2195 亿元，存量余额为 2122 亿元，占可转债全市场余额比例超 1/3。除苏农转债、光大转债和江银转债外，剩余 11 只转债转股比例均不超过 3%。按照上述模型测算结果，目前已发行可转债的 14 家银行及拟发行的 6 家银行大多面临一定的资本缺口压力。

表 10：目前已发行可转债银行及拟发行可转债银行资本缺口对比（亿元）

	可转债发行额	情形 1 下未来三年资本缺口	情形 2 下未来三年资本缺口
浦发银行	500	786	786
中信银行	400		138
光大银行	300	172	367
上海银行	200	206	206
江苏银行	200	371	529
南京银行	200	67	67
杭州银行	150	184	333
苏州银行	50	7	7
青农商行	50	0.41	0.41
紫金银行	45	0.18	0.18
无锡银行	30	14	43
张家港行	25	32	32
苏农银行	25	61	61
江阴银行	20	19	19
重庆银行	130	166	166
成都银行	80	199	340
兴业银行	500	66	66
齐鲁银行	80	159	159
常熟银行	60	73	73
民生银行	500	385	932

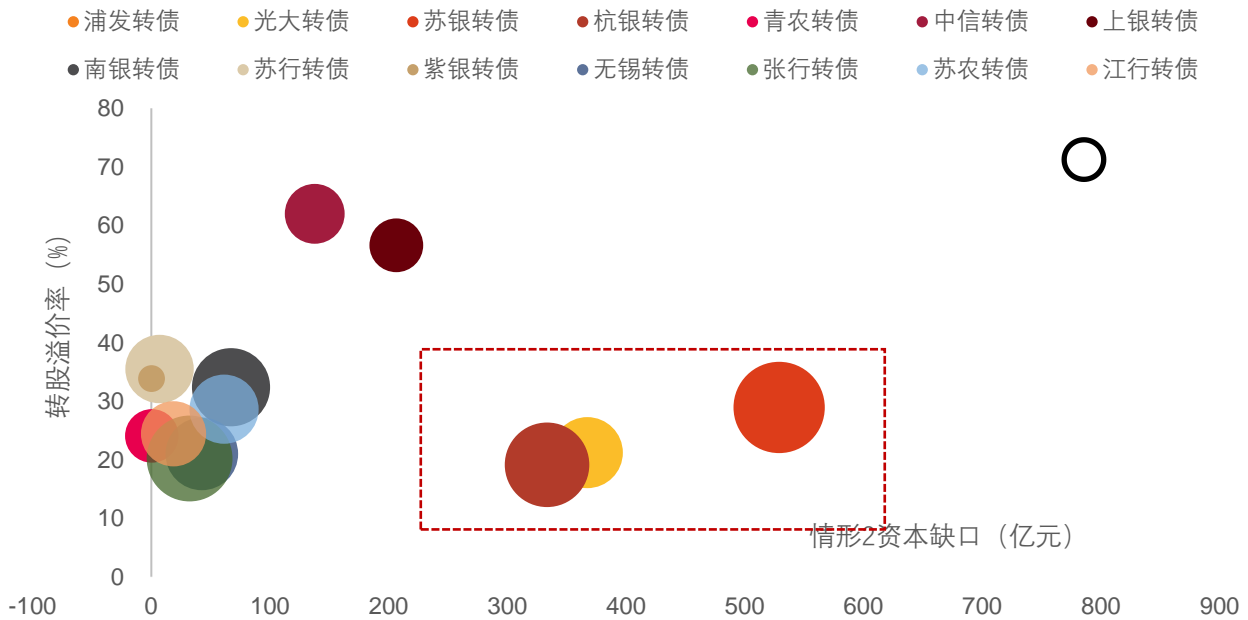
资料来源：WIND，天风证券研究所（标黄部分为拟发行可转债银行）

总结来看，银行发行可转债的主要目的就是促成转股，补充核心一级资本充足率。我们所需要的就是明确哪些银行真正缺乏核心一级资本充足率，且面临较为迫切的补充压力。而当银行面临较强的转股诉求时，往往通过做大转股价值，进而推出强赎条款，促进转股。此时，正股相较于转股价有较高的溢价，且可转债的价格往往也表现较好。

鉴于此，我们筛选出情形 2 下面临资本压力的银行，即有主动补充资本可能性的银行。同

时结合我们在第二章的银行可转债投资策略，选择转股溢价率相对较低的银行可转债。在考虑到公司基本面催化的情况下，正股标的盈利能力是一个重要的参考指标。综上我们推荐苏银转债、杭银转债和光大转债，对应三家银行不仅未来三年的资本缺口压力大，而且可转债目前转股溢价率均在 30%以下，尤其杭银转债不足 20%。除此之外，三家银行今年也展现出较强的业绩释放能力，尤其是江苏银行前三季度归母净利润同比增长 30.51%，位居所有上市银行首位。

图 36：存续可转债相关指标对比



资料来源：WIND，天风证券研究所（气泡大小代表正股标的今年前三季度归母净利润同比增速，黑色气泡为浦发转债（业绩同比增速为负））

5. 风险提示

- 1) 宏观经济疲弱，银行信贷需求不足，信用风险波动，银行基本面改善不足难以对正股价形成较好的催化，可转债转股预期拉低。
- 2) 风险事件冲击，银行可转债价格出现大幅波动，纯债到期收益率受到影响。
- 3) 政策风险，如收紧可转债发行等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com