

银行可转债研究手册

——寻找“转债景气”

民生证券银行团队 余金鑫

- “转债景气”的四要素：高增长、低不良、缺资本、促转股。当这4个要素兼具时，基本面就较容易呈现出较高的景气度，而我们要寻找的就是这一类标的。
- 可从以下6个维度把握：价格弹性、转股难易、迫切程度、业绩表现、资产质量、时间窗口。本报告以对照图的形式呈现不同维度的特征，实现标的的筛选与排序。
- 总结2019年平银转债、常银转债的成功强赎经验，发现转股成功的三个有利因素：板块 β 上行，业绩增速上台阶，下修转股价。
- 苏州银行：营收和利润累计增速连续5个财报季保持上行，继续上行有支撑，资产质量有望继续改善，拨备反哺的贡献度仍有望提升。
- 常熟银行：营收增速稳定在18%以上，不良、关注、逾期稳定在较低水平，均低于1%，拨备反哺的贡献度有望扩大。
- 投资建议：建议关注业绩和不良双优的“拼命三郎”（成都银行、江苏银行、杭州银行），以及基本面上行潜力较大的苏州银行、常熟银行、南京银行，转债价格具备性价比的兴业银行。
- 风险提示：资产质量恶化，地产风险暴露，经济复苏进程延沓，行情支撑力度不足。



01

银行转债研究框架

02

强赎案例复盘

03

关注标的基本面

04

投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录

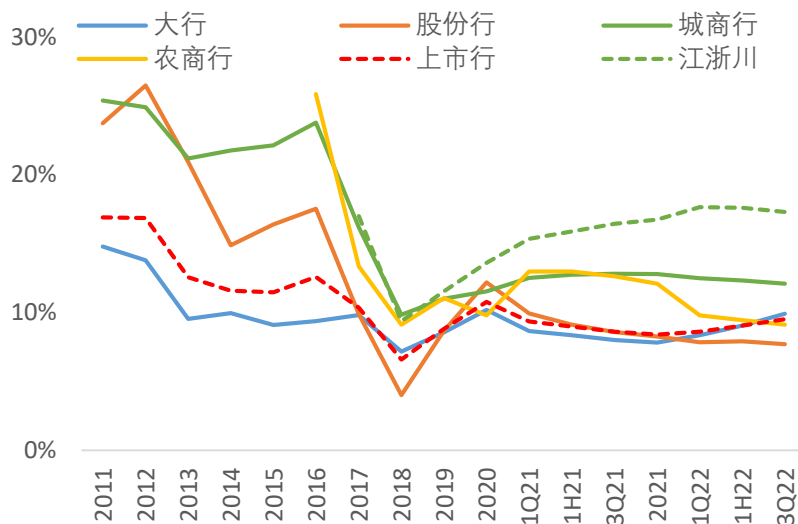


01. 银行转债研究框架

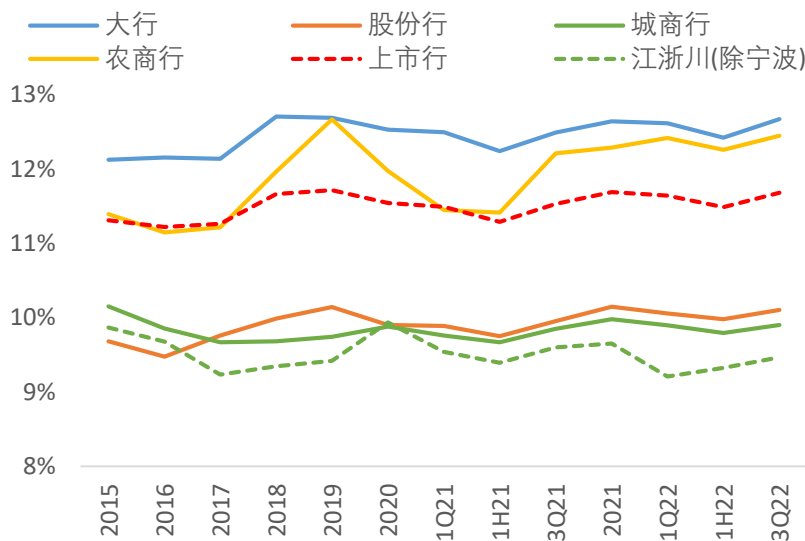
城农商行景气的核心点在于转债

- “转债景气”的四要素：高增长、低不良、缺资本、促转股。当这4个要素兼具时，基本面就较容易呈现出较高的景气度，而我们要寻找的就是这一类标的。
- 高增长的第一步是资产增速高。江浙川6家城商行生息资产同比增速较高，22Q3江浙川6家平均为17.3%（上市银行整体为9.5%），具备明显的 α 。6家城商行分别是江苏银行、南京银行、宁波银行、杭州银行、成都银行、苏州银行。
- 6家城商行有5家发行了可转债。有转债的这5家，核心一级资本充足率高出监管底线的空间越发紧张。

生息资产同比增速：江浙川区域内的城农商行明显更高



核心一级资本充足率：高扩张带来的资本紧张现象越发凸显



多维度对比银行转债

- 当我们投资银行可转债时，**通常会在意这4个问题**：是否有强烈意愿促转股？基本面是否支撑该意愿？距离强赎价需要多少涨幅？转债价格相对于正股的弹性多大？
- 围绕着以上问题，在选择银行转债标的时，**可从以下6个维度把握**：价格弹性、转股难易、迫切程度、业绩表现、资产质量、时间窗口。

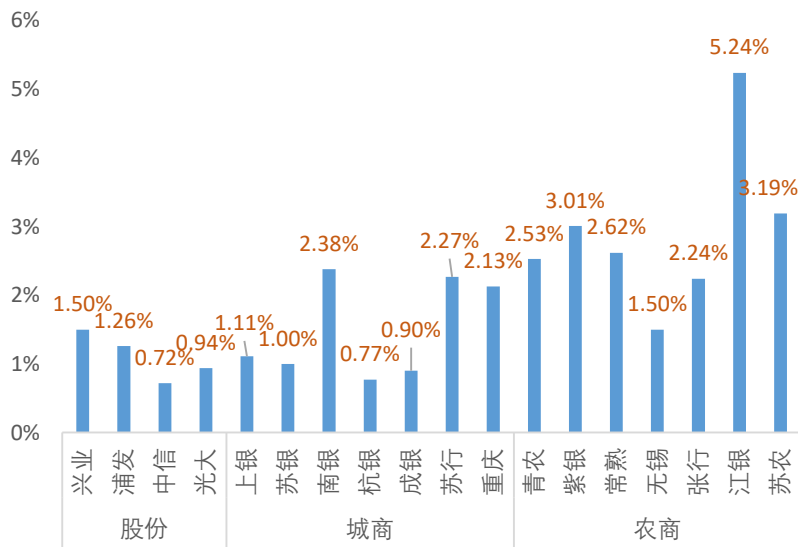
多维度对比银行转债（截至2022年12月5日收盘价）

转债代码	类别	转债名称	规模 (亿元)	已转股 比例	转债全 价 (元)	溢价率	PB (LF, 倍)	平价 (元)	转股需 要涨幅	剩余期 限(年)	核心一 级资本 空间	营收 YoY	归母净 利润 YoY	不良率	拨贷比	目标估 值(PB, 倍)	自愿转股期 起始日
113052.SH	股份	兴业转债	500		106.45	45.5%	0.58	73.16	78%	5.1	150%	4.1%	12.1%	1.10%	2.76%	0.90	2022-06-30
110059.SH	股份	浦发转债	500		105.50	94.4%	0.37	54.28	140%	2.9	1.26%	0.1%	-2.6%	1.53%	2.38%	0.84	2020-05-06
113021.SH	股份	中信转债	400		111.91	41.1%	0.46	79.32	64%	2.2	0.72%	3.4%	12.8%	1.27%	2.56%	0.69	2019-09-11
113011.SH	股份	光大转债	300	19%	105.02	16.5%	0.42	90.15	44%	0.3	0.94%	0.4%	4.3%	1.24%	2.34%	0.55	2017-09-18
113042.SH	城商	上银转债	200	0%	106.00	79.8%	0.44	58.94	121%	4.1	1.11%	0.5%	3.1%	1.25%	3.78%	0.87	2021-07-29
110053.SH	城商	苏银转债	200		127.22	1.3%	0.68	125.63	3%	2.3	1.00%	14.9%	31.3%	0.96%	3.46%	0.62	2019-09-20
113050.SH	城商	南银转债	200	17%	120.09	11.8%	0.87	107.37	21%	4.5	2.38%	16.1%	21.3%	0.90%	3.57%	0.90	2021-12-21
110079.SH	城商	杭银转债	150	0%	121.34	14.2%	1.01	106.25	22%	4.3	0.77%	16.5%	31.8%	0.77%	4.50%	1.09	2021-10-08
113055.SH	城商	成银转债	80	13%	125.53	14.6%	1.09	109.50	19%	5.2	0.90%	16.1%	31.6%	0.81%	4.03%	1.07	2022-09-09
127032.SZ	城商	苏行转债	50	0%	122.60	13.4%	0.81	108.16	20%	4.4	2.27%	11.5%	25.9%	0.88%	4.69%	0.80	2021-10-18
113056.SH	城商	重庆银行	130		99.27	51.2%	0.55	65.66	98%	5.3	2.13%	-4.7%	4.2%	1.23%	3.37%	0.97	2022-09-30
128129.SZ	农商	青农转债	50	0%	101.48	41.8%	0.55	71.56	82%	3.7	2.53%	-4.9%	2.4%	1.91%	4.12%	0.90	2021-03-01
113037.SH	农商	紫银转债	45	0%	103.40	48.5%	0.61	69.62	87%	3.6	3.01%	2.0%	7.2%	1.17%	3.09%	1.03	2021-01-29
113062.SH	农商	常熟银行	60		117.10	24.2%	0.97	94.31	38%	5.8	2.62%	18.6%	25.2%	0.78%	4.20%	1.11	2023-03-21
110043.SH	农商	无锡转债	30	3%	117.35	19.6%	0.69	98.16	32%	1.2	1.50%	6.6%	20.7%	0.86%	4.65%	0.84	2018-08-06
128048.SZ	农商	张行转债	25	0%	122.20	15.6%	0.80	105.74	23%	1.9	2.24%	7.0%	30.1%	0.90%	4.88%	0.86	2019-05-16
128034.SZ	农商	江银转债	20	12%	117.01	18.7%	0.67	98.55	32%	1.1	5.24%	21.9%	22.4%	0.98%	4.87%	0.79	2018-08-01
113516.SH	农商	苏农转债	25	48%	115.86	23.7%	0.62	93.67	39%	1.7	3.19%	6.7%	20.6%	0.94%	4.12%	0.74	2019-02-11

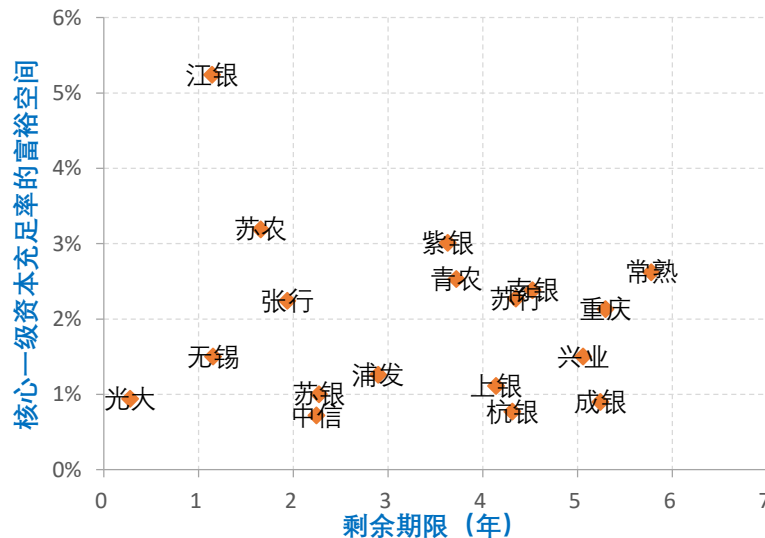
看转股意愿

- **核心一级资本充足率的监管红线，直接约束银行资产扩张。**外源补充渠道有，定增/配股/转债转股；内生补充渠道，主要靠利润留存和资本节约。
- **哪类银行转债意愿最强？**核心一级资本空间小，外源补充渠道有限（国有银行PB低于1，难做定增，或大股东增持意愿不强），消耗较大（RWA增速较快，或者是资产扩张较快，或者资产质量恶化等），利润留存较少（归母净利润增速不高），分红较多（维持30%以上的分红比例），转债剩余期限较短的（光大、无锡、江阴）。

发行转债的银行，核心一级资本充足率高出监管底线的空间



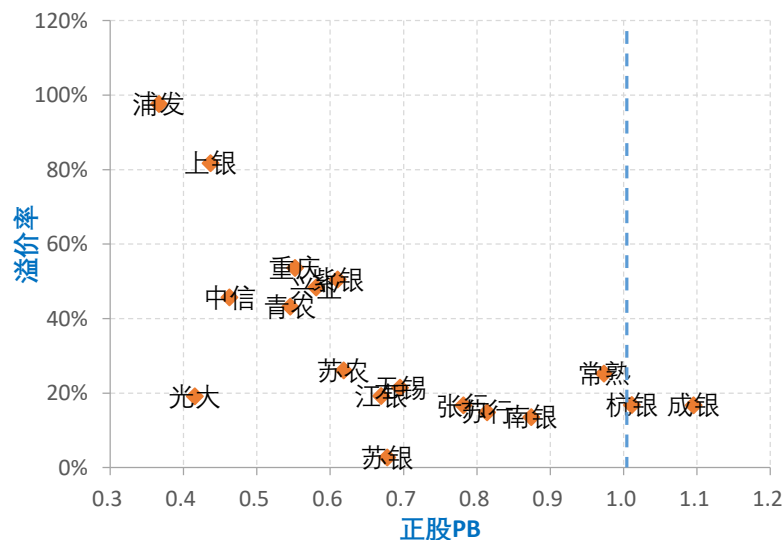
对照图：核心一级资本富裕空间 vs 转债剩余到期年限



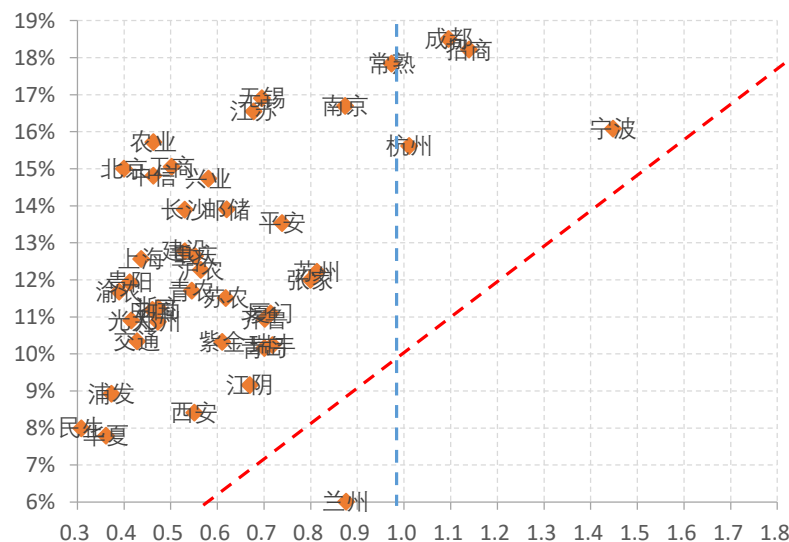
看价格弹性

- 转股溢价率可以表征转债价格弹性。转股溢价率较低，表明转债价格相对于正股价格处于低估状态。
- 转股溢价率较低、正股PB提升潜力大。溢价率在20%以下的转债弹性较好，江苏、南京、杭州、成都、江阴、苏州、无锡；溢价率20%-40%之间的，转债弹性也不错，张家港、苏农、常熟、光大；溢价率40%-80%之间的，转债弹性一般，青农、中信、紫金、重庆、兴业。在同一个溢价率梯队里，找正股PB上行空间潜力较大。
- 在所有上市银行的PB-ROE图里找PB潜力。

对照图：溢价率 vs 正股PB



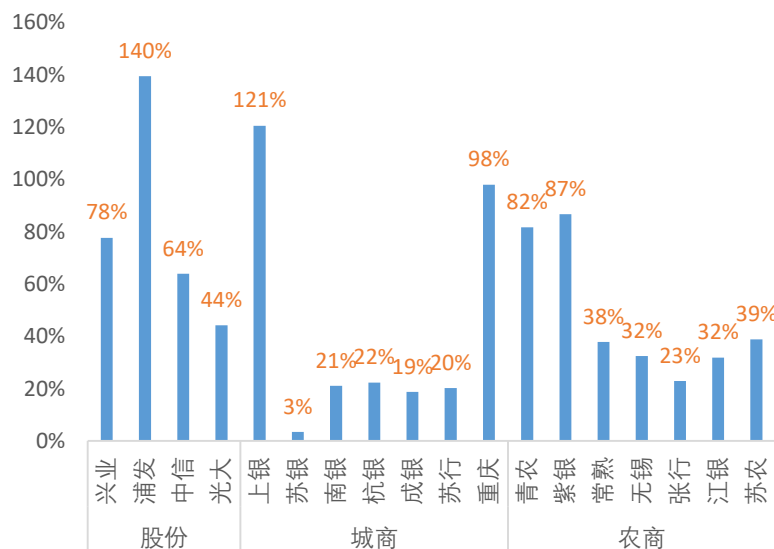
PB-ROE对照图



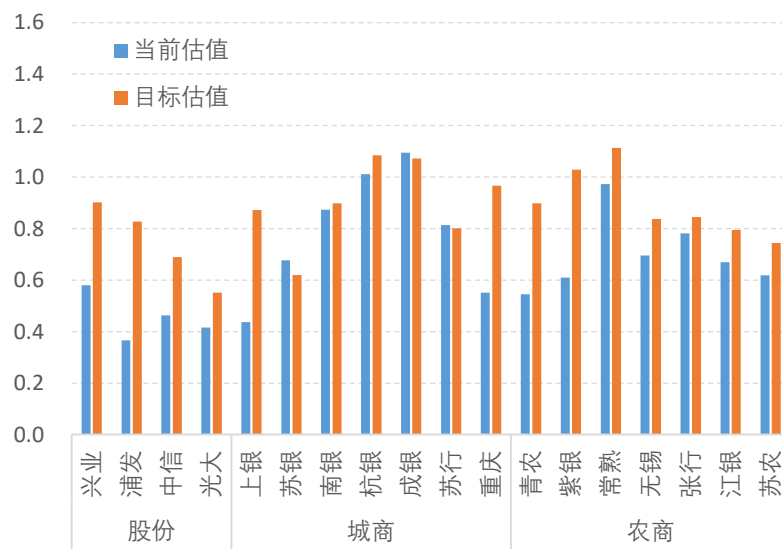
看转股难易

- **当前价格距离当前强赎价所需要的涨幅。**一来表明了到达强赎价格的难易程度，二来表明了以转股兑现为目标的话，能获得的预期投资收益。如果需要的涨幅小，既说明了转股成功概率大，也表明股价目标涨幅空间小。
- **从估值的角度考虑转股难易程度。**银行净资产每年都在增长，年报期间会存在估值切换。强赎价对应到2022年年报披露后的净资产，所需要的估值提升幅度不一定很高。比如江苏银行，即使保持当前PB水平，就可以达到强赎价，苏州银行、南京银行只需要很低的估值提升幅度，就可以达到强赎价。

距离强赎价还需要的涨幅



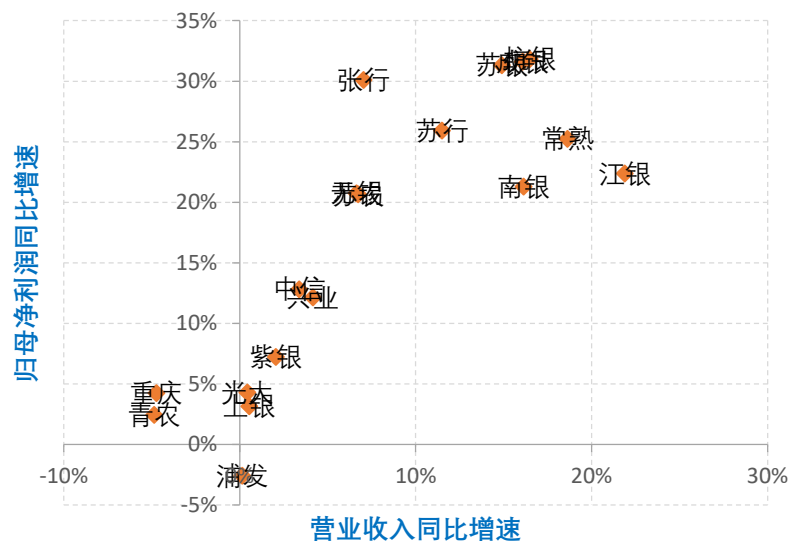
距离强赎价还需要的估值(PB)拔升幅度



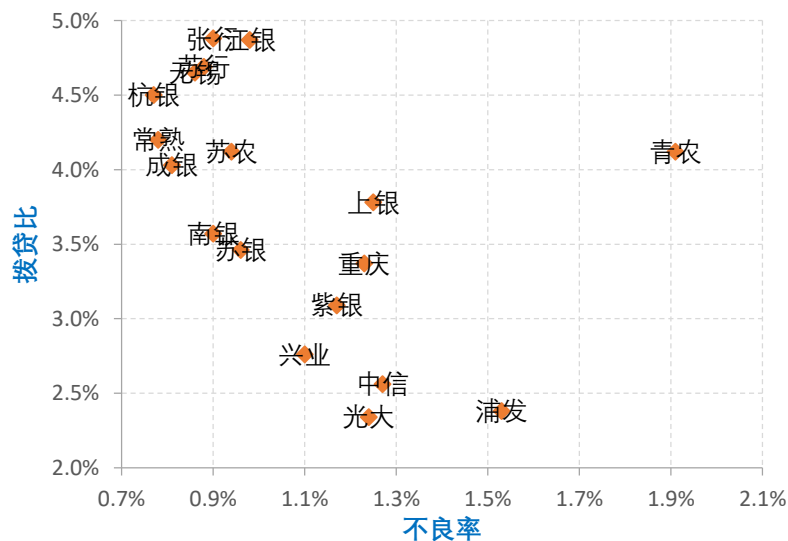
看业绩表现、资产质量

- **营收增速越高的，越有能力释放利润。**按22Q1-3营收增速可分3个区间：20-30%之间，江银；10%-20%之间，常熟、成都、南京、杭州、江苏；5%-10%之间，苏州、无锡、苏农、兴业、张家港。
- **资产质量也优异的，利润就会释放得高。**不良率越低、拨贷比越高，表明资产质量较好，不需要计提很多拨备，更容易释放利润增速。按22Q3不良率可分3个区间：0.7%-0.8%之间，杭州、常熟、成都；0.8%-0.9%之间，无锡、苏州、张家港、南京；0.9%-1.0%之间，苏农、江苏、江阴。在每个不良率梯队里，可以看拨贷比的高低。在不良率较低的同时，如果拨贷比在4.0%以上，资产质量较优异。

对照图：营收增速 vs 利润增速（22Q1-3）



对照图：不良率 vs 拨贷比（22Q1-3）

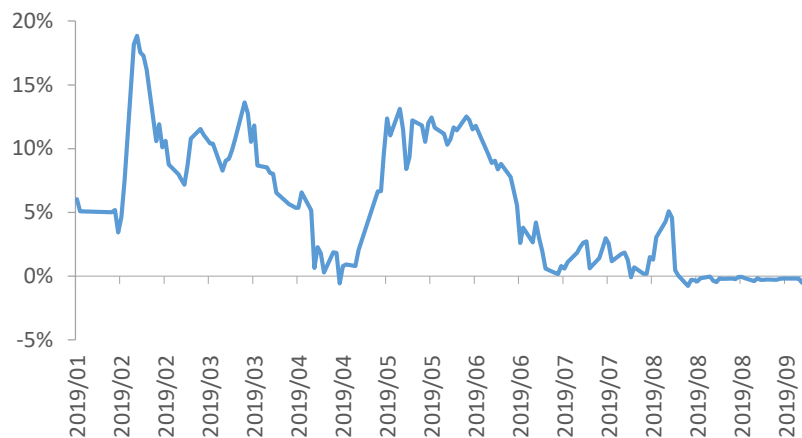


02. 强赎案例复盘

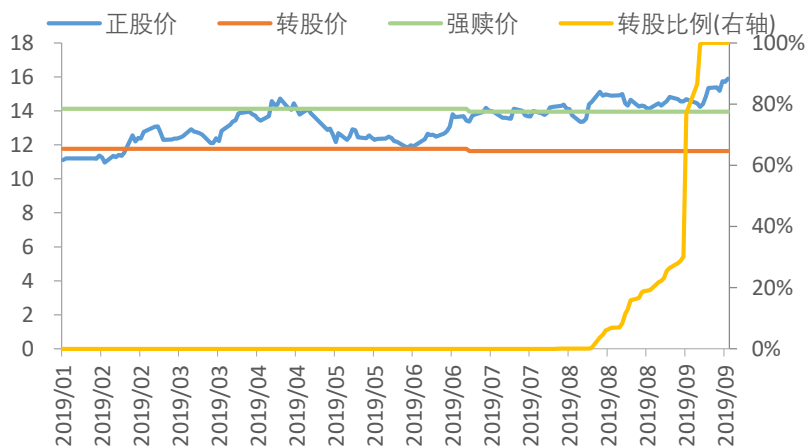
转股成功案例：平安银行（2019）

- 平银转债创造了最快转股记录。从上市到转股完毕，只花了约9个月的时间（2019年1-9月）。
- 溢价率低点布局转债，性价比较高。比较平银转债和平安银行自2019年2月28日之后的累计涨跌幅，平银转债全程累计上涨8.6%，正股同期累计上涨38.6%。
- 板块 β 上行助推转股。2019年间，银行指数累计涨幅达27%，为转债达到强赎价制造了环境。

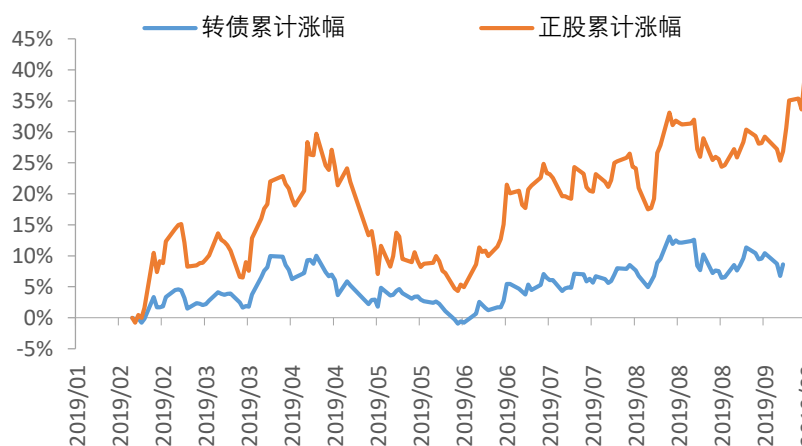
转股溢价率



正股价与转股过程



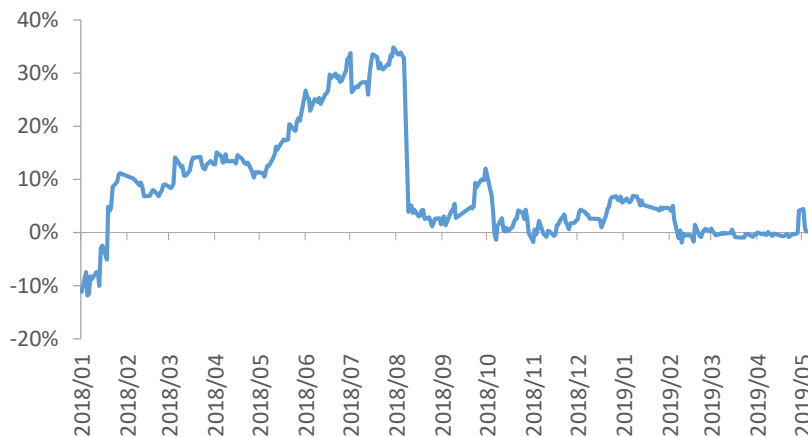
累计涨幅：平银转债 vs 平安银行(正股)



转股成功案例：常熟银行（2019）

- 凭借2018年的主动下修，以及2019年一波行情。常熟转债(已退市)从2018年2月上市，到2019年6月转股完毕，历时近1年半，期间做过一次主动下修。
- 转债相较于正股的防御性更强。市场下行期时，伴随着溢价率从低到高的过程，可转债表现出相对正股的韧性。
- 常熟转债同样受益于板块 β 上行助推。

转股溢价率



正股价与转股过程



累计涨幅：常熟转债 vs 常熟银行(正股)

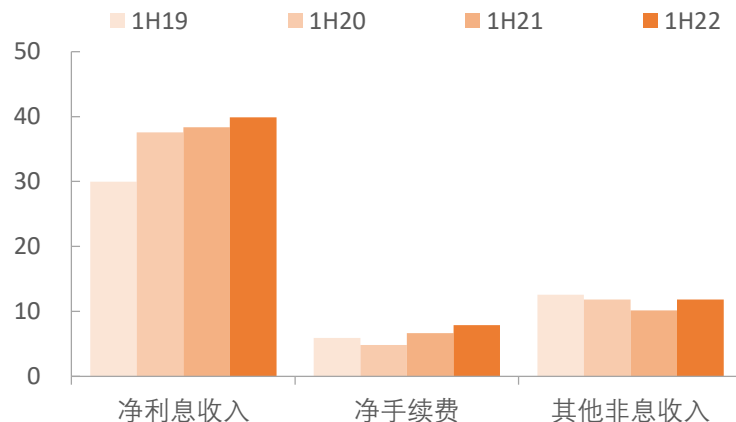


03. 关注标的基本面

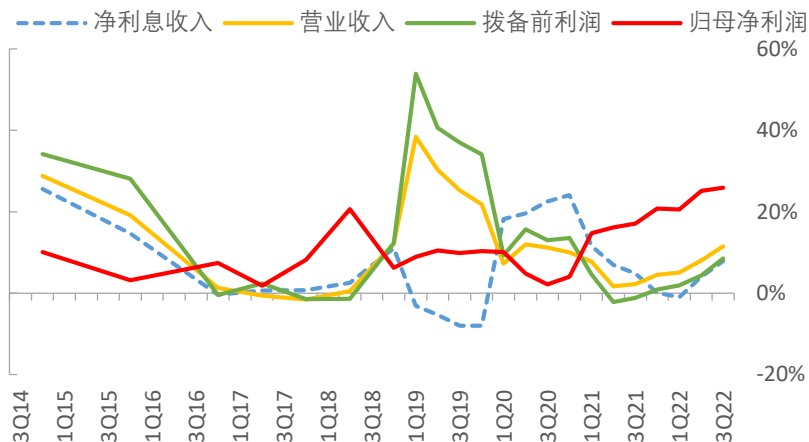
苏州银行：经营业绩

- 苏州银行营收和利润累计增速，连续5个财报季保持上行。
- 营收增速上行有支撑。中收和投资收益均有较好表现，这是区域经济红利带来的；伴随着息差企稳、投放较快，并考虑到过去1年的较低基数，下一步净利息收入增速大概率延续上行。
- 拨备反哺贡献度有望提升。资产质量加快改善，拨备计提压力减轻，利润增速可向30%靠近。

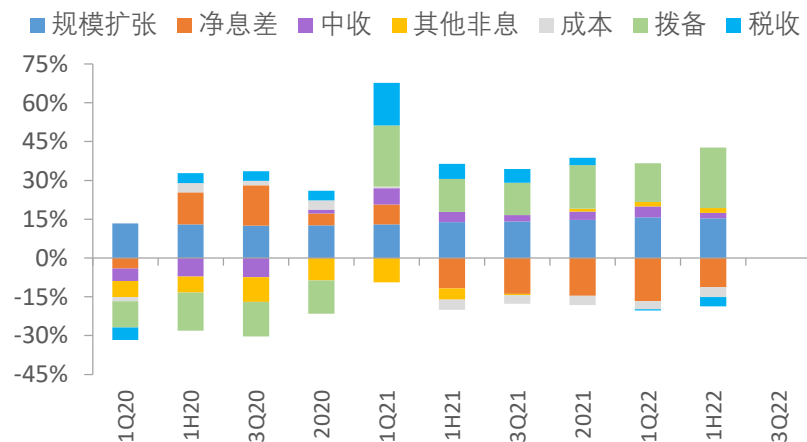
苏州银行：营业收入结构



苏州银行：累计业绩增速



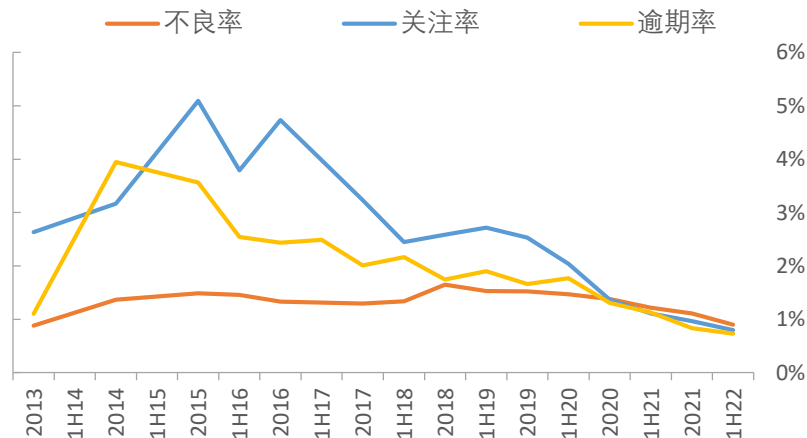
苏州银行：净利润增速因子拆分



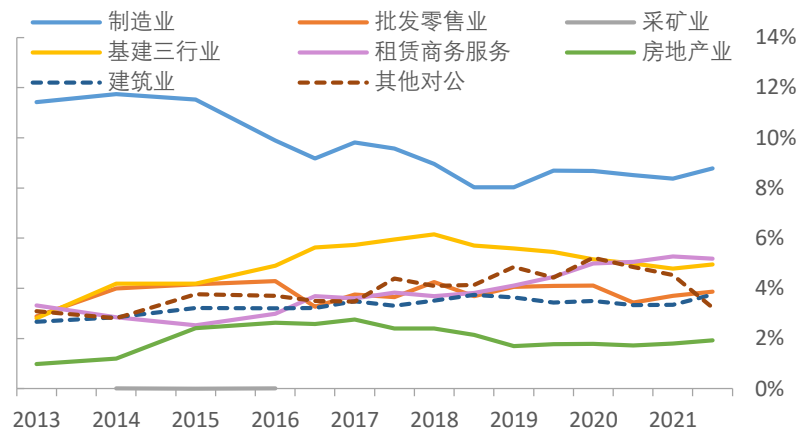
苏州银行：资产质量

- 截至22Q3，苏州银行不良、关注、逾期率趋于下行。自18年至今，资产质量指标持续改善。
- 未来1年来看，不良生成率保持较低。因逾期90天以内贷款比率保持低位（22H1为0.13%），未来1年不良生成压力较小。
- 未来2-3年来看，不良有望持续下行。苏州银行对公贷款以制造业为主，房地产业占比很低。制造业受到政策鼓励，信贷需求和资产质量向好。

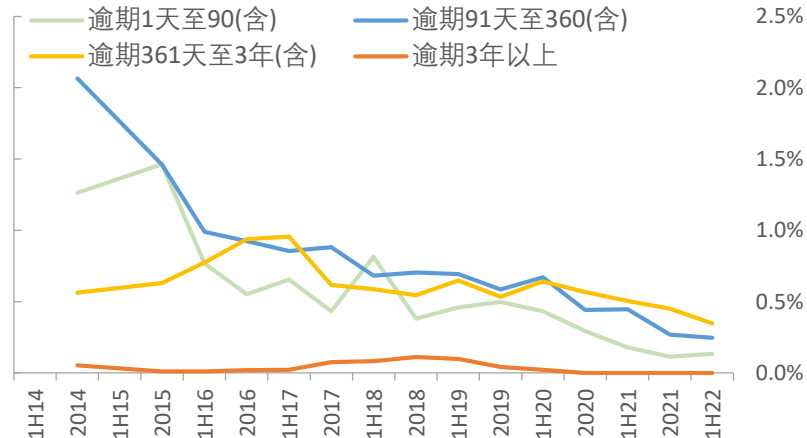
苏州银行：资产质量状况



苏州银行：对公贷款在生息资产占比



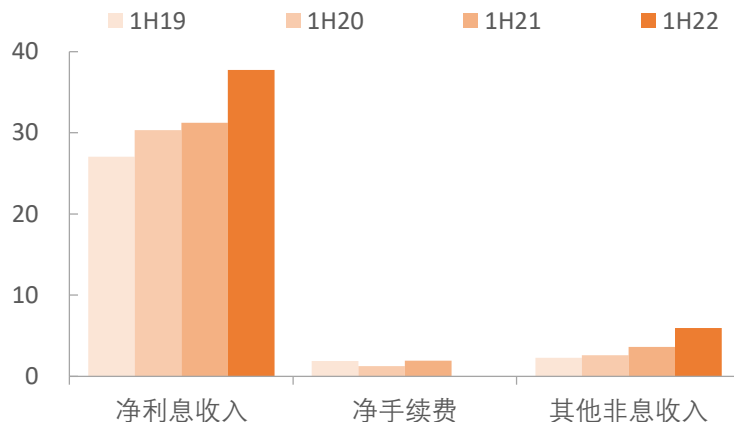
苏州银行：逾期贷款结构



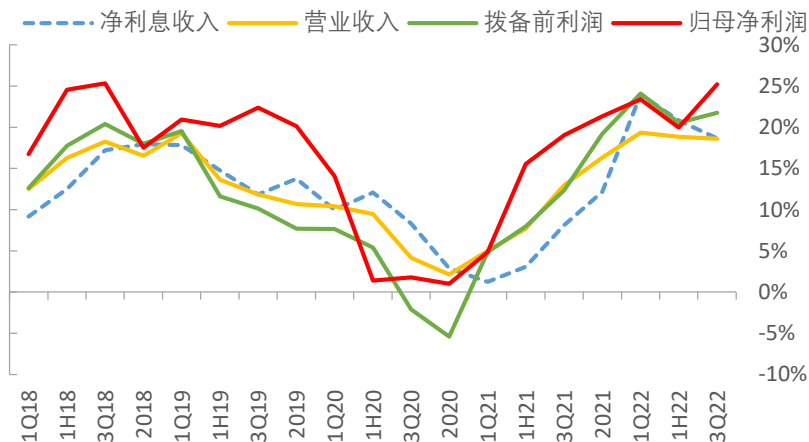
常熟银行：经营情况

- 常熟银行2022年初以来营收增速稳定在18%以上。下一阶段，伴随着边区战略逐步见效和小微定价恢复，净利息收入增速或将保持景气，营业收入增速有支撑。
- 拨备反哺的贡献度有望扩大。常熟银行22Q1-3拨备反哺因素贡献2.4 pct净利润增速，资产质量保持稳定，可以降低拨备覆盖率上行幅度，从而让利润自25%继续环比向上。

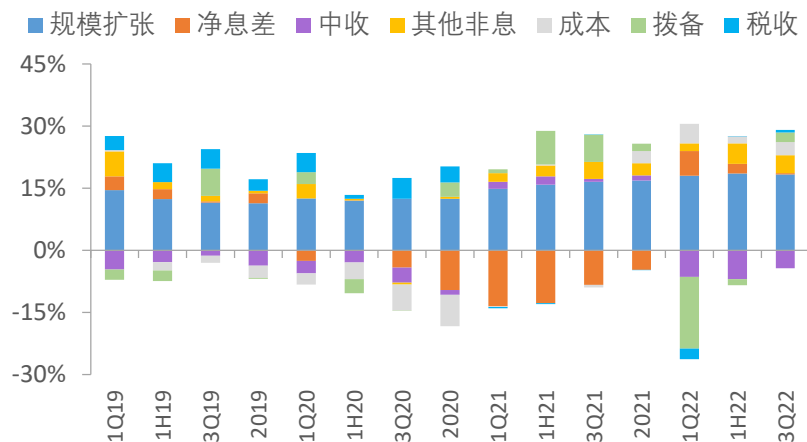
营业收入结构 (亿)



常熟银行：业绩增速(累计)



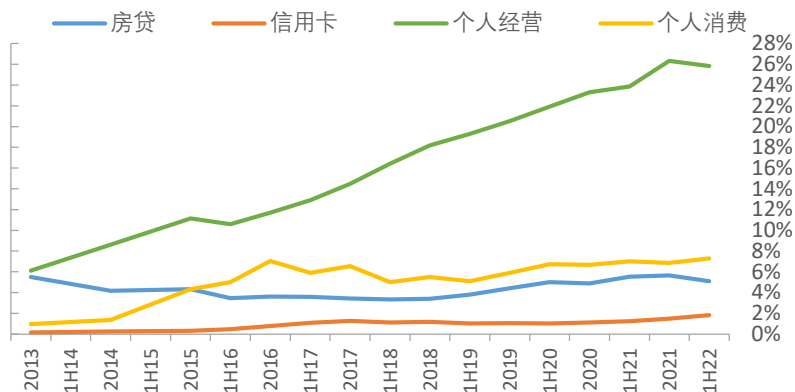
常熟银行：净利润增速因子拆解



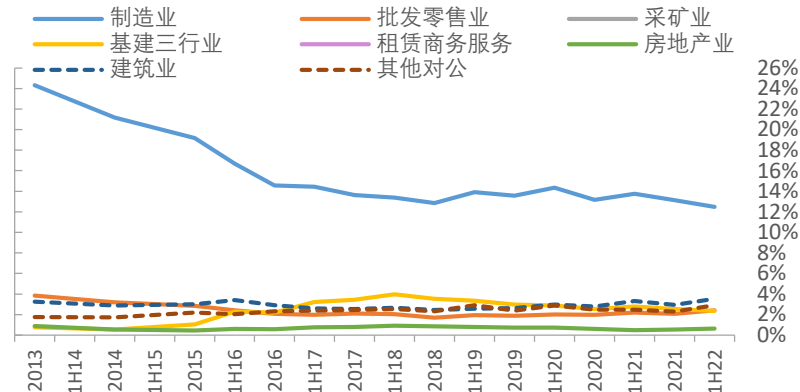
常熟银行：资产质量

- 常熟银行不良、关注、逾期率稳定在较低水平。22H1逾期90天以内贷款占比约0.3%，较平稳，不良生成压力小；个人经营贷占比26%，制造业贷款占比13%，受政策鼓励，未来几年资产质量或仍较好。

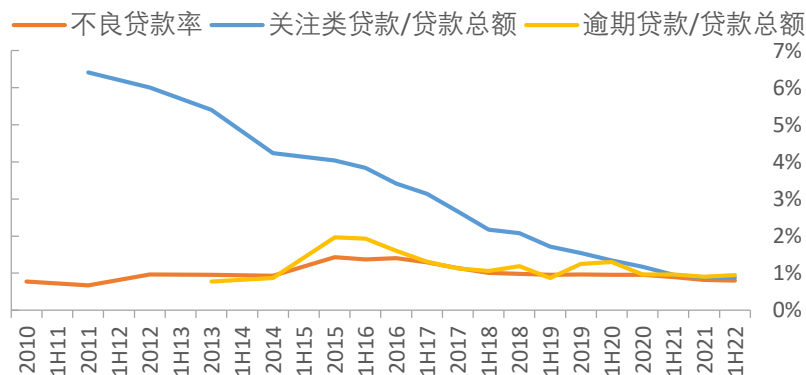
常熟银行：个贷在生息资产占比



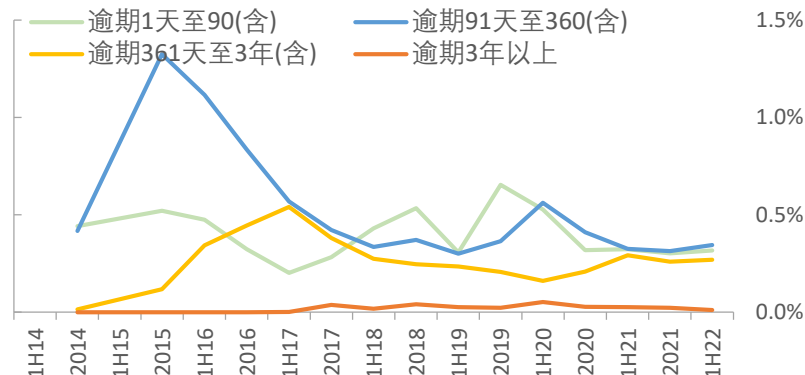
常熟银行：对公贷款在生息资产占比



常熟银行：资产质量状况



常熟银行：逾期贷款结构

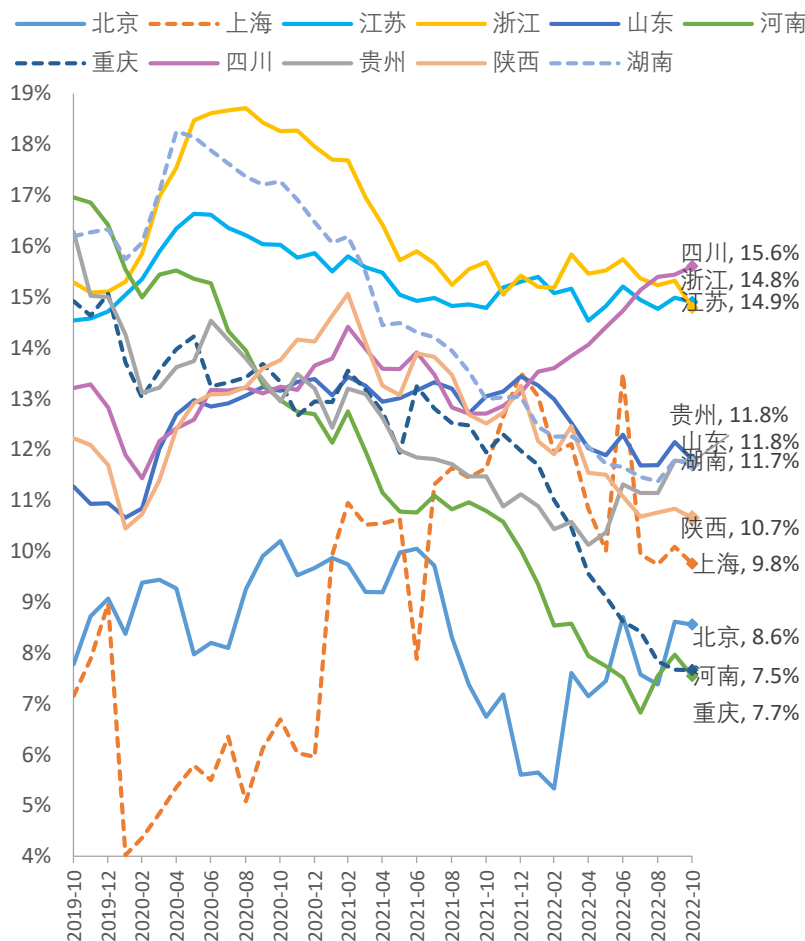


04. 投资建议

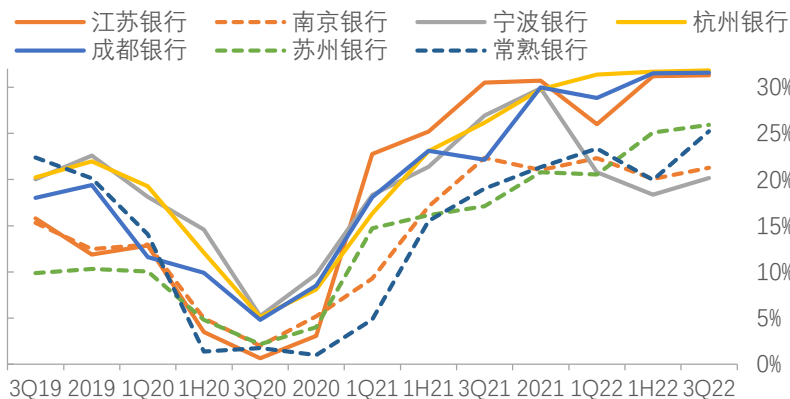
城农商：转债诉求催动景气向上

- 浙江、江苏、四川贷款增速持续提升。区域信贷增速高，对应的地方法人银行就可能具备高增长的特征，可在其中寻找“高成长 - 低不良”的标的。
- 建议关注：业绩和不良双优的“拼命三郎”（成都银行、江苏银行、杭州银行），以及基本面上行潜力较大的苏州银行、常熟银行、南京银行，转债价格具备性价比的兴业银行。

各省市人民币各项贷款余额同比增速



高扩张城农商行归母净利润增速



05. 风险提示

风险提示

- **资产质量恶化。**当前经济存在下行风险，可能传导到小微企业、制造业、房地产企业，可能滞后反映在银行报表上，出现不良率、逾期率超预期上升，削弱银行的业绩表现。
- **地产风险暴露。**房地产企业再融资压力较大，若信用环境改善不够，可能导致个别房企、局部项目出现违约风险，可能使银行资产端与地产链相关的企业出现逾期或不良。
- **经济复苏进程延宕。**经济活力不佳可能使实体经济融资需求进一步收缩，单纯供给侧的利好不足以支撑贷款足量投放，可能约束到银行的资产扩张。
- **行情支撑力度不足。**估值修复过程可能存在反复，从而使满足强赎条件的难度加大。

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队



首席分析师 余金鑫

执业证号: S0100521120003

邮件: yujinxin@mszq.com



研究助理 于博文

执业证号: S0100122020008

民生证券研究院:

上海: 上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F; 200120

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层; 100005

深圳: 广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元; 518026

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。 其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

本公司版权所有并保留一切权利。