|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| |  | | --- | | ，[Table\_Main] | | 银行可转债知多少？ | | 增持(维持) | |  | | 投资要点   * **可转债发行加速，相比其他再融资工具优势明显。**17年至今，已有9家银行发行可转债或公布相关预案，规模达1665亿元，占今年以来上市银行再融资（已完成+预案）总规模的42.4%，为过去10年银行可转债发行规模的2倍左右。可转债发行提速明显，除了不受再融资新规18个月的期限限制外，还具备以下优势：1）相比优先股、二级债，可转债转股后可直接补充核心一级资本。2）递延摊薄每股收益，当期不影响盈利指标。3）尚未转股前，可转债作为负债端融资手段，成本较低。 * **农商行、部分股份行偏好可转债。**目前已发行或公布可转债预案的9家上市银行中，4家为农商行（吴江、江阴、常熟、无锡），4家为股份行（平安、光大、中信、民生，且按8月21日收盘价P/B均在0.9倍以下），另外一家为宁波银行。综合来看，适合发行可转债的银行主要具备以下特点：1）资本消耗速度快，未来资本压力较大；2）已发行债券规模较小，即使发行大规模的可转债也压力不大；3）市净率过高或者过低的银行，定增存在一定压力，或将选择可转债补充核心一级资本；4）MPA框架下广义信贷增速受限，部分银行需对未来规模扩张提前做好准备。 * **对股价的影响：关注转股日、赎回登记日、股权登记日和上市日。**一般而言可转债价格顺应股价波动。但是可转债特定事件发生时，会引发股价波动。从银行转债历史表现上看，我们认为，股权登记日、上市日、转股日和赎回登记日4个时间点值得关注：**1）股权登记日。**为获得股东优先配售权，投资者在股权登记日前买入股票，会造成股价上涨（平均涨幅1.4%）。**2）上市日。**银行可转债上市日股价均出现下跌（平均跌幅1.3%）。**3）转股日。**转股日前，股价上涨概率较大，但跑输行业（民生、工行转股日前20个交易日分别上涨11%和1.8%，跑输行业3.2%和0.1%），转股日后股价前期跑赢行业，后期跑输行业。**4）赎回登记日。**投资者在赎回登记日前2周左右集中转股，快速摊薄每股收益，对股价造成负面影响（民生和工行分别跑输行业5.3%和4.8%）。 * **银行可转债的投资价值：进退兼顾。**可转债的收益主要有三个来源：1）获取转股收益。经测算，若光大转债在首年转股，且要求转股收益率高于一年期理财产品收益率（4.6%），股价需达到4.45元/股；2）获取债底票息的保底收益；3）股价变动带来公允价值的收益。公司股价收益率上升1%预计带来转债收益率上升0.43%。   **风险提示：宏观经济下滑，金融监管力度超预期，可转债发行进度缓慢。** | | |  | | --- | |  | | 2017年08月21日 | |  | | **证券分析师 马婷婷** | | 执业证书编号：S0600517040002 | | 021-60199607 | | matt@dwzq.com.cn |  |  | | --- | | [Table\_PicQuote] | | 行业走势 | |  |  |  | | --- | | [Table\_Report] | | 相关研究 | | 1. **银行业周报：“三三四”自查基本完成，银监会表态下半年监管重点 -20170820** | | 1. **招商银行2017年中报点评：活期存款增速亮眼，不良双降态势延续 20170819** 2. **宁波银行2017年中报点评：盈利保持高增长，资产质量明显改善20170817** 3. **银行业点评：同业存单监管落地，未来调整压力不大 -20170814** | | 1. **平安银行中期业绩发布会交流纪要：零售转型启航，不良处置力度加大20170812** | |

**目录**

[1. 银行密集再融资，可转债发行加速 4](#_Toc490079857)

[2. 政策支持+自身优势，现阶段可转债备受青睐 4](#_Toc490079858)

[3. 农商行、破净股份行更偏好可转债 7](#_Toc490079859)

[4. 银行可转债股性较强，转股预期强烈 9](#_Toc490079860)

[5. 对股价影响：关注转股日、赎回公告日、股权登记日和上市日 10](#_Toc490079861)

[6. 可转债的投资价值：进退兼顾 12](#_Toc490079862)

[7. 风险提示 14](#_Toc490079863)

图表目录

[图表1：可转债的主要要素 4](#_Toc491119839)

[图表2：2017年以来上市银行再融资列表 5](#_Toc491119840)

[图表3：银行核心资本监管要求 6](#_Toc491119841)

[图表4：测算可转债转股后相比16年对银行的作用 6](#_Toc491119842)

[图表5：银行再融资情况一览 7](#_Toc491119843)

[图表6：部分银行债券规模与净资产比例 8](#_Toc491119844)

[图表7：17Q1银行市净率水平（倍）及相应融资方式 8](#_Toc491119845)

[图表8：未发行可转债的银行各指标对比 9](#_Toc491119846)

[图表9：光大可转债条款 9](#_Toc491119847)

[图表10：考察可转债股性的指标 10](#_Toc491119848)

[图表11：A股所有可转债股性表现 10](#_Toc491119849)

[图表12：历史银行可转债重要公告日股价涨跌幅 10](#_Toc491119850)

[图表13：民生可转债转股行为对股价影响 11](#_Toc491119851)

[图表14：工行可转债转股行为对股价影响 11](#_Toc491119852)

[图表15：民生银行转股日后股价超额收益率 12](#_Toc491119853)

[图表16：工商银行转股日后股价超额收益率 12](#_Toc491119854)

[图表17：民生银行赎回登记日前股价超额收益率 12](#_Toc491119855)

[图表18：工行赎回登记日前股价超额收益率 13](#_Toc491119856)

[图表19：光大可转债与股价收益率走势高度相关 13](#_Toc491119857)

[图表20：光大转债相对定期存款和一年理财产品要求股价（元/股） 14](#_Toc491119858)

[图表21：光大银行与上市股份行财务指标对比 14](#_Toc491119859)

# 

# 银行密集再融资，可转债发行加速

**17年以来，银行密集再融资，可转债发行有所加速。**从历史来看，过去10年仅有民生、工行、中行3家发行可转债，规模为850亿元，而17年至今已有9家银行发行可转债或公告相关预案。其中，2017年4月5日光大银行300亿元可转债上市，规模占当时可转债市场整体的47%。加上中信、常熟、平安等银行公告的可转债预案，规模共计1665亿元，为过去10年银行可转债规模的2倍左右，发行明显加速。

作为债券的一种，可转债允许投资者在规定的时间范围内将其购买的债券按转股价格转换成指定公司的股票。相当于在发行公司债券的基础上，附加了一份股票期权。此外，公司可能会设置发行人赎回条款、持有人回售条款以及向下修正条款。因此，可转债的价值由以下各部分组成：

可转债价值=债底价值+转股权（股票的看涨期权）

－赎回权（发行人的可转债看涨期权）

+回售权（持有者的可转债看跌期权）

±其他（修正条款）

|  |
| --- |
| **图表1：可转债的主要要素** |
| |  |  | | --- | --- | | **构成要素** | **解释** | | 转股价格 | 规定的可转债转换成股票时的价格； | | 转股比例 | 转股比例=100/转股价格，相当于100面值的债券可以转换的股票数； | | 纯债价值 | 发行人发行的其他条件一样的普通债券价值； | | 赎回条款 | **到期赎回条款**——可转债到期若干交易日内发行人以约定价格从持有者赎回全部可转债；  **条件赎回条款**——当股价在连续N个交易日内至少有n天收盘价不低于转股价格的X%时，发行人按规定价格从赎回全部可转债；  **\*由于约定的赎回价格往往很低，实际上是发行者希望持有者转股；** | | 修正条款 | 当股价在连续N个交易日内至少有n天收盘价低于转股价格的X%时，发行人可以选择修正调低转股价格；  **\*发行人有权选择修正以避免回售，促进转股；** | | 回售条款 | 当股价在连续N个交易日内至少有n天收盘价低于转股价格的X%时，持有者按规定价格售回全部可转债给发行人；  **\*相当于给予投资者保护。** | | |
| 资料来源：东吴证券研究所 |

# 政策支持+自身优势，现阶段可转债备受青睐

**政策支持下，可转债发行前景广阔。**银行通过再融资工具补充资本，提升资本充足率。一直以来，定增因可以直接补充资本成为上市公司再融资的主要工具。但17年2月证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修改，对定增的规模、投向和频率都有着限制。第一，明确限制募集资金规模，发行股份数量不得超过发行前总股本的20%。第二，股权融资的频率受到约束，上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。**而可转债、优先股和创业板小额快速融资，不受此期限限制。**

5月26日证监会又出台相关政策就可转债、可交换债发行方式做出修订，**将现行的资金申购改为信用申购，以解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题。**在再融资收紧情况下，可转债颇受政策支持，预计未来将有所扩容。从目前上市银行已完成或公布的再融资方案来看，9家银行选择发行可转债，规模占再融资总规模的42.4%。

|  |
| --- |
| **图表2：2017年以来上市银行再融资列表** |
| |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | **上市银行** | **发行预案** | **发行/预案日期** | **进度** | **17Q1核心一级资本充足率** | | **平安银行** | **可转债：260** | **2017/7/29** | **股东大会通过** | **8.3%** | | **中信银行** | **可转债：400** | **2017/2/8** | **股东大会通过** | **8.9%** | | **常熟银行** | **可转债：30** | **2017/4/27** | **证监会已受理** | **10.3%** | | **吴江银行** | **可转债：25** | **2017/8/7** | **预案** | **13.0%** | | **江阴银行** | **可转债：20** | **2017/4/8** | **股东大会通过** | **12.7%** | | **民生银行** | **可转债：500** | **2017/6/17** | **股东大会通过** | **9.0%** | | 二级债：300 | 2017/6/9 | 获银监会批准 | | **光大银行** | **可转债：300** | **2017/3/17** | **已完成** | **8.3%** | | 优先股≤500 | 2016/12/1 | 股东大会通过 | | 增发港股：58.1 | 2017/5/2 | 获银监会批准 | | 二级债：280 | 2017/3/6 | 已完成 | | **宁波银行** | **可转债：100** | **2017/1/26** | **证监会批准** | **8.6%** | | 定增：100 | 2017/1/26 | 证监会批准 | | **无锡银行** | **可转债：30** | **2017/4/22** | **证监会已受理** | **9.7%** | | 二级债：30 | 2017/6/23 | 江苏监管局批准 | | 招商银行 | 优先股≤350 | 2017/3/25 | 股东大会通过 | 12.4% | | 江苏银行 | 优先股≤100 | 2016/11/30 | 证监会受理 | 8.7% | | 贵阳银行 | 优先股≤50 | 2017/3/7 | 银监会批准 | 11.0% | | 上海银行 | 优先股≤200 | 2017/4/24 | 银监会批准 | 11.5% | | 杭州银行 | 优先股≤100 | 2017/1/18 | 证监会受理 | 9.9% | | 二级债：80 | 2017/7/25 | 已完成 | | 交通银行 | 二级债：300 | 2017/4/13 | 已完成 | 10.9% | | 华夏银行 | 二级债：300 | 2017/5/26 | 已完成 | 8.4% | | 浦发银行 | 定增：148.3 | 2017/6/13 | 证监会批准 | 8.7% | | 兴业银行 | 定增：260 | 2017/3/30 | 已完成 | 9.0% | | 北京银行 | 定增：239.8 | 2017/4/26 | 股东大会通过 | 8.3% | | 南京银行 | 定增：140 | 2017/8/1 | 股东大会通过 | 8.1% | |
| 资料来源：Wind资讯，公司公告，东吴证券研究所  注1：北京银行和吴江银行为16年报数据  注2：加粗字体为发行可转债的银行及相关方案 |

除政策支持外，可转债相比其他再融资工具仍有以下优势：

**可转债转股后可直接补充核心一级资本。**根据《商业银行管理办法》的资本分类，股权融资可以直接补充一级资本，可转债转股后即成为普通股（优先股和二级债分别属于其他一级资本和二级资本工具，无法补充核心一级资本）。各家银行根据不同级别的资本充足率达标情况自主选择融资方式。以平安银行为例，16年其核心一级资本充足率仅为8.4%，而风险加权资产增长较快，增速达22.4%，未来核心一级资本压力较大，因此选择可转债补充资本。

|  |
| --- |
| **图表3： 银行核心资本监管要求** |
| |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | **银行资本分类** | | **具体形式** | | **监管要求** | | 一级资本 | 核心一级资本 | | 股权融资：配股、定增等 | 核心一级资本充足率>7.5%  一级资本充足率>8.5%  资本充足率>10.5% | | 可转债转股 | | 其他一级资本 | | 优先股 | | 二级资本 | 二级资本工具及其溢价 | | 二级债，部分次级债等 | | 超额贷款损失准备、少数股东资本可计入部分 | |  | |
| 资料来源：中国人民银行，银监会，东吴证券研究所 |

**可转债递延摊薄每股收益，不影响当期盈利能力指标。**银行一般融资量较大，直接增发容易对股价，市净率等指标造成较大影响。相比定增在当期即影响各项指标，可转债在逐步转股后，才开始对每股收益有明显摊薄作用。随着转股的进行，核心资本逐渐提升，同时对每股收益也造成摊薄，短期银行市净率承压，ROE下降。长期来看，银行通过转股缓解资本压力，提升资本充足率，在MPA监管框架下广义信贷增速上限相应提高，在其他因素不变的情况下，规模增长可带来收入增加，增厚净利润。（由于具体测算公式和具体参数未知，广义信贷增速结果仅为我们测算，可能与实际结果有出入，仅供参考。）

|  |
| --- |
| **图表4：测算可转债转股后相比16年对银行的作用** |
| |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | | **银行** | **16年ROE** | **ROE变动幅度** | **资本充足率增加** | **广义信贷上限增速提升幅度** | | 光大银行 | 12.8% | -1.4% | 1.13% | 2.41% | | 宁波银行 | 16.4% | -2.7% | 1.89% | 4.56% | | 中信银行 | 11.9% | -1.1% | 1.01% | 2.05% | | 江阴银行 | 9.7% | -1.8% | 2.92% | 7.26% | | 无锡银行 | 11.2% | -2.8% | 3.52% | 8.76% | | 常熟银行 | 11.6% | -2.7% | 3.26% | 8.12% | | 民生银行 | 14.9% | -1.9% | 1.32% | 2.66% | | 平安银行 | 12.4% | -1.4% | 1.28% | 2.85% | | 吴江银行 | 9.1% | -2.2% | 4.23% | 10.53% | | |
| 资料来源：Wind资讯，公司年报，东吴证券研究所 |

注：ROE计算假设净利润保持不变

**转股前，可转债相当于负债端融资手段，成本较低。**相比普通债券，可转债票面利率水平较低。从光大可转债发行情况来看，其首年票面利率为0.2%，第六年底利率仅达到2%的水平，相比当时上升明显的同业利率（起息日前后拆借利率在2.5%左右，存单发行利率在4.5%左右），即使最后不转股，可转债的利息成本极低，甚至优于一般存款。

# 农商行、部分股份行更偏好可转债

目前已有9家银行发行或者公布可转债预案，其中4家为农商行（吴江、江阴、常熟、无锡），4家为股份行（平安、光大、中信、民生，且以8月21日收盘价计算当前P/B均在0.9x以下），另外一家为宁波银行。如果以加权风险资产增速（资本消耗速度）代表未来资本压力作为横坐标，核心一级资本充足率代表银行目前资本压力作为纵坐标。可以发现，处于左上角的银行（除次新股以外，如四大行、招行）资本压力较小，再融资需求不强。其他银行或现阶段压力较大，或资本消耗速度较快，未来压力较大，均公布了相关再融资预案。

|  |
| --- |
| **图表5：银行再融资情况一览** |
|  | |
| 资料来源：Wind资讯，公司年报，东吴证券研究所 |

进一步分析可发现：**第一，银行若资本消耗速度过快，偏好通过可转债缓解未来资本压力。**如：1）常熟银行、无锡银行虽然资本充足率处于较高水平，但资本消耗速度较快，16年风险加权资产增速分别为25.6%和26.2%，未来可能面临较大压力，选择可转债作为再融资工具。2）光大银行资本消耗速度很快，16年风险资产增速达到21.9%，同时资本压力较大（资本充足率10.8%，核心一级资本充足率8.2%，均为上市银行最低），因此除了300亿可转债外，同时选择了280亿二级债，500亿优先股以及58.1亿H股增发，经测算若均发行成功，共计可提升资本充足率4.3%。

值得注意的是，南京、贵阳和江苏银行虽然资本消耗速度较快，但是由于债券融资规模过大或目前资本压力较大，股权融资更为合适，未发行可转债。1）16年三家银行债券余额与净资产比例分别为2.3、2.8和1.6倍，远高于同业，不适合继续大幅债券融资。2）南京银行17年Q1核心一级资本充足率仅为8.1%，江苏银行一级资本充足率仅为8.7%，处于上市银行最低水平，现阶段补充资本需求较为强烈，因此分别选择增发普通股和优先股，发行成功后可立即补充资本，粗略测算可分别提升资本充足率2.2%和1.1%。

**第二，部分银行不适宜做定增，或将选择可转债补充核心一级资本。**银行定增一般遵循基准日前20个交易日公司股票均价的90%与发行前最近一期每股净资产孰高原则定价，市净率过低的银行意味着要高于现价增发，市净率过高意味估值过高，均对投资方的吸引力较弱。因此市净率在1倍左右的银行偏好定增作为为再融资工具，而其他不适宜定向增发的银行大多选择发行可转债补充核心一级资本。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图表6 部分银行债券规模与净资产比例** |  | **图表7：17Q1银行市净率水平（倍）及相应融资方式** |
|  |  |  |
| 资料来源：公司年报，东吴证券研究所 |  | 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

**第三，银行发行可转债，为未来规模扩张做好准备。**江阴银行和吴江银行两家农商行虽然现阶段资本充足率较高（16年资本充足率均为14.2%）并且资本消耗速度适中（16年风险资产增长速度18.0%和14.7%），当前与未来压力都较小，补充资本可以为未来规模扩张做准备。但两家银行上市时间较短（不满足18个月间隔要求），市净率又都高达2.24倍和1.95倍（基于2017年8月21日收盘价），不适合定向增发，因此都选择了可转债。转股后两家银行广义信贷增速上限分别上升7.3%和10.5%（测算结果可能和实际有出入）。

**综合来看，适合发行可转债的银行主要具备以下特点：1）资本消耗速度快，未来资本压力较大；2）已发行债券规模较小，即使发行大规模的可转债也压力不大；3）市净率过高或者过低的银行，定增存在一定压力，或将选择可转债补充核心一级资本；4）部分银行MPA框架下广义信贷增速受限，需对未来规模扩张提前做好准备。**

|  |
| --- |
| **图表8：未发行可转债的银行各指标对比** |
| |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | | 银行 | 风险资产增速 | P/B | 债券占净资产比例 | | 张家港行 | 15.4% | 3.16 | 8.4% | | 招商银行 | 5.0% | 1.39 | 68.4% | | 浦发银行 | 15.2% | 0.90 | 180.6% | | 兴业银行 | 10.9% | 0.89 | 203.9% | | 北京银行 | 18.7% | 0.94 | 212.3% | | 南京银行 | 25.9% | 1.01 | 274.8% | | 江苏银行 | 21.9% | 1.08 | 159.4% | | 贵阳银行 | 43.2% | 1.39 | 227.6% | | 杭州银行 | 15.1% | 1.26 | 437.0% | | 上海银行 | 16.1% | 1.11 | 199.6% | | 华夏银行 | 18.4% | 0.78 | 176.2% | | |
| 资料来源：Wind资讯，公司年报，东吴证券研究所  注：P/B基于2017年8月21日收盘价 |

# 银行可转债股性较强，转股预期强烈

**银行可转债股性较强。1）可转债条款的设计反映了发行人的转股意愿。**从条款上看，2010年至今，银行发行四支规模较大的可转债：工行、中行、民生以及光大可转债。第一，这四支可转债都设置了赎回条款，可以在股价上涨到一定程度时促使投资者转股。第二，可转债都没有设置主动回售条款来避免投资者回售债券。第三，均设置下修条款。若股价出现持续低迷，转股价格下修可以促进投资者在到期前转股。

|  |
| --- |
| **图表9：光大可转债条款** |
| |  |  | | --- | --- | | 可转债名称 | 光大转债 | | 发行规模 | 300亿元 | | 上市日期 | 2017年4月5日 | | 债券期限 | 6年—2017/3/17至2023/3/16 | | 评级 | AAA | | 票面利率 | |  | | --- | | 票面利率：0.2%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0% | | | 转股期 | 发行半年后转股：2017/9/18至2023/3/16 | | 转股价 | 初始4.36元/股，分红0.098元后调整为4.26元/股 | | 到期赎回条款 | 期满后5个交易日内，面值的105%（含最后一期利息） | | 提前赎回条款 | 任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（5.54元/股） | | 向下修正条款 | 任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%（3.41元/股），修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值 | | 回售条款 | 无 | | |
| 资料来源：公司公告、东吴证券研究所 |

**2）从市场表现来看，可转债转股意愿较强。**考察可转债股性与债性最重要的指标为转股溢价率和纯债溢价率。以目前市场仅有的光大可转债为例，8月21日光大可转债转股溢价率为17.6%，纯债溢价率为32.2%，在A股可转债上股性相对较强（纯债溢价率越高，转股溢价率越低，股性越强）。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图表10：考察可转债股性的指标** |  | **图表11： A股所有可转债股性表现** |
| |  |  | | --- | --- | | 债性指标 | 纯债溢价=可转债市价－纯债价值；  纯债溢价率=纯债溢价/纯债价值，纯债溢价率是衡量可转债债性的最重要指标，由于可转债价值相当于纯债价值加上期权价值，溢价率越低说明期权价值越低，可转债价值越接近纯债，债性越强 | | 股性指标 | 转股价值=股票现价×转换比例；  转股溢价=可转债市价一转股价值；  转股溢价率=转股溢价/转股价值，是衡量可转债股性的最重要指标。溢价率越低，可转债市价与其转股后价值越接近，股性越强 | |  |  |
| 资料来源：东吴证券研究所 |  | 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 | |

# 对股价的影响：关注股权登记日、上市日、转股日和赎回登记日

一般而言，可转债价格顺应股价波动趋势一致。但是当可转债发行公告、股权登记、进入转股期、以及发布赎回公告等特定事件的发生会直接影响可转债是否转股以及转股时间的预期，从而引发股价波动。

**上市前，可转债股权登记日和上市日值得关注。**历史表现上来看，中行、民生、工行以及光大股价均在上市日下跌（平均下跌1.3%），而在可转债股权登记日上涨（平均上涨1.4%）。可转债发行一般优先配售原股东，希望获得优先配售权的投资者会抢在股权登记日前购入股票，从而造成股价上涨，而在股东配售后再抛售股票，大概率造成股价下跌。

|  |
| --- |
| **图表12：历史银行可转债重要公告日股价涨跌幅** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

**转股前股价上涨概率较高。**投资者在转股日（发行日大约半年）后，开始逐步转股，可转债逐渐转为普通股，增加银行净资产，摊薄每股收益，或将对股价造成一定影响。因此投资者何时开始转股，以及何时集中转股十分关键。民生银行和工商银行转股日前20个交易日股价均出现上涨行情，但跑输行业指数。民生银行累计上涨11.0%，但累计跑输行业指数3.2个百分点；工商银行累计上涨1.8%，但累计跑输行业0.1个百分点。

|  |
| --- |
| **图表13：民生可转债转股行为对股价影响** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

|  |
| --- |
| **图表14：工行可转债转股行为对股价影响** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

**转股日后，投资者开始转股，股价前期带来超额收益，之后逐渐转负。**通过对民生银行和工行的历史表现来看，民生银行在转股日后，前两个交易日累计跑赢行业指数7.0%，但在之后18个交易日累计跑输行业6.5%。工商银行在转股日后两个交易日跑输行业指数3.3%，之后十二个交易日表现良好，累计跑赢行业指数3.4%，但从此开始持续走低，之后的8个交易日累计跑输行业指数3.5%。

民生银行股价在转股日后第二天达到阶段高点10.25元/股，比当期转股价（9.92元/股）高出3.3%，而工行股价则在转股日后6个交易日达到阶段高点4.42元/股，比当期转股价（4.15元/股）高出5.2%。光大可转债将在9月18日进入转股期，预计转股日后股价走高能带来一定收益。

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **图表15：民生银行转股日后股价超额收益率** |  | **图表16：工商银行转股日后股价超额收益率** |
|  |  |  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |  | 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

当股价上涨到一定程度，会触发赎回条款，由于赎回条款一般是在面值附近进行，远低于转股收益，公司执行赎回条款实际上是促使投资者在赎回登记日前转股。**大量投资者短时间内集中转股，快速摊薄每股收益，对股价造成负向影响。**从民生银行和工商银行的历史表现来看，投资者均在赎回登记日前2周左右密集转股。其中，81.9%的民生转债在9个交易日内全部转股，29.4%的工行转债则在11个交易日内集中转股，快速摊薄每股收益，股价表现也相对低迷，民生银行和工商银行分别在这段时间内累计跑输行业指数5.3%和4.8%。

|  |
| --- |
| **图表17：民生银行赎回登记日前股价超额收益率** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所  注：灰色背景突出表示转股集中时期 |

|  |
| --- |
| **图表18：工行赎回登记日前股价超额收益率** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所  注：灰色背景突出表示转股集中时期 |

# 可转债的投资价值：进退兼顾

**可转债在转股日后随时可以转化为股票，有着“进退兼顾”的特性**。可转债的收益有三个主要来源：1）获取转股收益；2）债底票息的保底收益；3）股价上涨带来的公允价值收益。在股价表现良好时，投资者通过以较低的转股价格转股获利；当股价表现较差时又可获得债底的保守收益；当股价未出现明显走势时，由于银行可转债的高股性，可转债收益率与股价收益率走势高度相关，可以获得一部分beta价值。

|  |
| --- |
| **图表19：光大可转债与股价收益率走势高度相关** |
|  |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 |

以光大可转债为例，收益来源在于：**1）股价上涨后获得转股收益。**8月21日光大银行收盘价为4.08元/股，低于转股价格4.26元/股，不适合转股。经测算，若在今年转股，且要求转股收益率高于一年定期存款收益率（1.5%），股价需达到4.32元/股，若要高于一年期理财产品收益率（4.6%），股价需达到4.45元/股。如果一年以后转股，所需股价水平逐年提高。**2）“退守”为长期持可转债，获得债基保底收益。**光大可转债票息率从第一年的0.2%到第6年的2%，逐年提升，持有可转债可以获得这部分的保底收益**3）获取公允价值收益。**光大转债价格相对光大股价Beta为0.43，公司股价收益率上升1%预计带来转债收益率上升0.43%。

|  |
| --- |
| **图表20：光大转债相对定期存款和一年理财产品要求股价（元/股）** |
| |  |  |  | | --- | --- | --- | | **单位：**  **元/股** | **要求股价**  **（相对一年定存）** | **要求股价**  **（相对一年理财产品）** | | 第一年 | 4.32 | 4.45 | | 第二年 | 4.36 | 4.62 | | 第三年 | 4.38 | 4.78 | | 第四年 | 4.38 | 4.91 | | 第五年 | 4.37 | 5.03 | | |
| 资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所 | |

从基本面来看，光大银行处于股份行中游水平**：1）规模扩张速度：总资产稳步增长。**17Q1资产规模为4.1万亿元，同比增速18.1%，在股份行中处于较高水平；**2）资产负债结构：资产端同业资产占比较高，负债端活期存款占比较低。**资产端，17Q1贷款占比45.9%，处于上市股份行中游水平，同业资产占比9.1%，为股份行最高。负债端17Q1存款占比58.1%，处于同业中游水平，其中16年活期存款占比仅为41.8%，在股份行相对较低；**3）盈利能力：相对较弱**。16年营收增速仅0.9%，净利润增速为2.7%，主要受净息差（1.8%，上市股份行最低）和经营效率（成本收入比28.8%，上市股份行较高）所拖累；**4）资产质量：处于同业中游**。16年逾期贷款占比2.9%，处于股份行中游水平；17Q1不良率为1.5%，股份行中最低，由于不良资产认定标准较为宽松（16年不良/逾期仅55.7%，处于股份行中游）。**5）资本充足情况：压力较大**。17年Q1资本充足率11.8%，一级资本充足率9.3%，核心一级资本充足率8.3%，为上市股份行最低，补充资本需求强烈；**6）估值水平：相比历史及其他股份行不高。**公司17年 P/B（对应2017年8月21日收盘价）为0.77x，上市银行最低。股价相对行业指数100周Beta 1.17，股息率2.4%，处于股份行中游水平。

|  |  |
| --- | --- |
| **图表21：光大银行与上市股份行财务指标对比** | |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | | **银行**  **指标（亿元）** | | **光大银行** | | **招商银行** | **中信银行** | **浦发银行** | **民生银行** | **兴业银行** | **华夏银行** | **平安银行** | | 资产负债结构 | 资产规模 | **41269.8** | | 60006.7 | 57518.6 | 58896.6 | 59566.1 | 62291.7 | 23990.6 | 30062.0 | | 资产增速 | **18.1%** | | 10.5% | 5.0% | 12.7% | 23.6% | 13.9% | 14.5% | 12.1% | | 贷款占比 | **45.9%** | | 57.2% | 51.3% | 49.8% | 43.8% | 35.3% | 52.4% | 51.5% | | 贷款增速 | **16.4%** | | 17.1% | 10.6% | 25.3% | 18.1% | 16.6% | 12.6% | 22.6% | | 同业资产占比 | **9.1%** | | 5.8% | 5.6% | 3.9% | 6.3% | 2.6% | 8.2% | 8.1% | | 存款占比 | **58.1%** | | 70.4% | 64.0% | 56.3% | 54.6% | 49.5% | 62.1% | 68.3% | | 存款增速 | **5.5%** | | 9.8% | 1.8% | 3.2% | 7.5% | 22.1% | 3.0% | 3.1% | | \*活期占比 | **41.8%** | | 62.9% | 52.7% | 45.8% | 42.5% | 44.0% | 49.3% | 41.5% | | 同业负债+同业存单占比 | **29.2%** | | 19.3% | 27.7% | 34.8% | 34.3% | 42.0% | 28.1% | 28.5% | | \*盈利能力 | 营业收入 | **940.4** | | 2090.3 | 1537.8 | 1607.9 | 1552.1 | 1570.6 | 640.3 | 1077.2 | | 收入增速 | **0.9%** | | 3.7% | 6.0% | 9.7% | 0.5% | 1.8% | 8.8% | 12.0% | | 净利润 | **303.9** | | 623.8 | 417.9 | 536.8 | 487.8 | 543.3 | 197.6 | 226.0 | | 净利润增速 | **2.7%** | | 7.5% | 0.1% | 5.3% | 3.7% | 7.3% | 4.2% | 3.4% | | 净息差 | **1.8%** | | 2.5% | 2.0% | 2.0% | 1.9% | 2.1% | 2.4% | 2.8% | | 成本收入比 | **28.8%** | | 28.0% | 27.6% | 23.2% | 31.0% | 23.4% | 34.5% | 26.0% | | 资产质量 | 不良率 | **1.5%** | | 1.8% | 1.7% | 1.9% | 1.7% | 1.6% | 1.7% | 1.7% | | \*逾期贷款占比 | **2.9%** | | 2.1% | 3.3% | 3.0% | 3.5% | 2.2% | 4.7% | 4.1% | | \*不良/逾期 | **55.7%** | | 87.5% | 51.8% | 63.5% | 48.1% | 77.1% | 35.5% | 42.4% | | \*拨备覆盖率 | **157.6%** | | 208.7% | 151.5% | 166.8% | 155.7% | 215.2% | 167.7% | 163.3% | | 资本压力 | 资本充足率 | | **11.8%** | 14.4% | 12.1% | 11.8% | 11.6% | 12.3% | 11.4% | 11.5% | | 核心资本充足率 | | **9.3%** | 12.4% | 9.9% | 9.5% | 9.2% | 9.7% | 9.6% | 9.2% | | 核心一级资本充足率 | | **8.3%** | 12.4% | 8.9% | 8.7% | 8.9% | 9.0% | 8.4% | 8.3% | | P/B | | **0.77** | | 1.41 | 0.79 | 0.90 | 0.78 | 0.89 | 0.79 | 0.88 | | 股息率 | | **2.4%** | | 2.9% | 3.4% | 1.2% | 3.1% | 3.5% | 1.6% | 1.5% | | |
| 资料来源：公司年报，Wind资讯，东吴证券研究所  注1：标\*表示为2016年年报数据  注2：P/B 对应2017年8月21日收盘价 | |

# 风险提示

1）宏观经济下滑压力加大，资产质量加速恶化；

2）金融监管力度超预期，对银行业经营产生负面影响。

3）可转债发行进度缓慢。

**免责声明**

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn