

行业研究/深度研究

2020年07月24日

行业评级:

银行 增持(维持)
银行II 增持(维持)

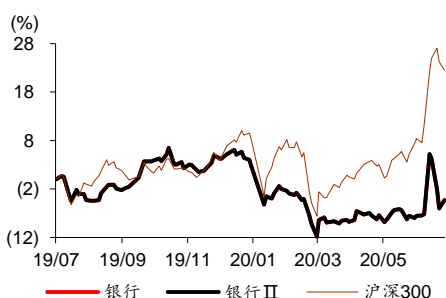
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 行业周报(第二十九周)》2020.07
- 2《非银行金融/银行: 行业周报(第二十八周)》2020.07
- 3《银行: 明确让利来源, 贷款需求稳定可期》2020.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

夯实资本实力, 中小行改革正当时

区域性银行战略研究(四): 资本补充深度研究

核心观点

新一轮资本补充蓄势待发, 优质中小行有望脱颖而出。资本金是银行吸收损失的减震器, 监管日益强化对银行补资本能力提出更高要求。但目前银行内源性补充能力有限, 更需依赖外源性资本工具, 尤其是区域性银行资本压力大、补充渠道有限。当前中小银行补资本已成为顶层设计层面的焦点问题, 据银保监会, 部分省市已经开始研究使用专项债补资本, 其中可转债为重点工具。政策环境对区域性银行更友好, 当前仍为银行板块估值、仓位双底部, 建议把握银行股配置机会, 精选优质中小行。推荐股份行招商银行、兴业银行、平安银行, 特色小行常熟银行、南京银行、成都银行。

历史回顾: 重心转向区域性银行, 资本工具逐步扩充

银行业共经历5轮集中资本补充时期, 主体由大行逐步转向区域性银行。1998年、2004-2010年的前两轮补充均以化解国有大行经营困境为主。2013年资本新规背景下新型资本工具迭出, 二级资本债、优先股启动。息差下行加大区域性银行资本压力, 在监管鼓励下, 城商行、农商行于2016年集中上市。2019年以来政策进一步向区域性银行倾斜, 包括推出永续债、优先股发行主体放宽、地方专项债补血、配股再度重启等, 资本工具迎来新一轮扩容, 利于缓解区域性银行资本压力, 提升其服务小微企业的质效。

资本现状: 中小银行压力大, 补充渠道较有限

虽然商业银行三级资本充足率均高于监管要求, 但区域性银行资本充足率有一定压力。资本结构方面, 由于大多数区域性银行并未上市, 因此非上市银行资本情况对区域性银行有较强的代表性。非上市银行的资本压力主要来自于其他一级资本, 2019年末其他一级资本比例仅为1bp, 资本结构亟待优化。资本补充工具方面, 区域性银行主要依靠二级资本债补资本, 2020年以来在政策引导下永续债发行量明显上升, 但其余资本工具的发行门槛较高、流动性不足等问题成为区域性银行补资本的障碍。

本轮展望: 专项债方案渐清晰, 多元路径有望推出

监管定调多渠道补充中小银行资本金, 专项债认购可转债等资本工具为本轮补资本的关注重点。可转债作为主要的补资本渠道, 主要有三点原因: 1) 可转债的债性符合专项债认购资本工具的要求; 2) 可转债转股条款更为灵活, 转股后可补充区域性银行尤为紧缺的核心一级资本; 3) 可转债补资本为地方政府财政资金以时间换空间, 可优化公司治理结构。其他混合型资本补充工具也为可选项, 可补充其他一级资本和二级资本。跳出专项债补资本的框架, 我们认为未来政策有望在创新资本补充工具、改善现有资本补充工具的发行环境和投资环境等方面, 推动多渠道为中小银行补资本。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	14.01	买入	15.50-17.82	1.45	1.64	1.89	2.19	9.66	8.54	7.41	6.40
601838 CH	成都银行	8.47	增持	8.95-9.85	1.54	1.77	2.09	2.48	5.50	4.79	4.05	3.42
600036 CH	招商银行	35.60	增持	38.76-41.35	3.68	4.15	4.79	5.56	9.67	8.58	7.43	6.40
601009 CH	南京银行	7.86	买入	9.37-9.81	1.24	1.40	1.62	1.90	6.34	5.61	4.85	4.14
601128 CH	常熟银行	7.65	增持	9.29-9.42	0.65	0.75	0.88	1.06	11.77	10.20	8.69	7.22
601166 CH	兴业银行	15.99	买入	20.31-21.35	3.17	3.43	3.81	4.28	5.04	4.66	4.20	3.74

资料来源: 华泰证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及华泰证券股票和行业评级标准

正文目录

夯实资本实力，中小行改革正当时.....	4
资本金：稳健经营的减震器，资产扩张之基石.....	4
监管框架：国内外监管日益趋严，银行资本要求渐高.....	5
全球：巴 III 确立基本框架，TLAC 提出更高要求.....	5
国内：监管力度不断强化，差异化措施提升约束力.....	6
补充途径：仅靠内生难以为继，外源渠道重要性高.....	7
历史回顾：重心转向区域性银行，资本工具逐步扩充.....	9
资本现状：中小银行压力大，补充渠道较有限.....	11
资本充足率：内部分化明显，中小银行承压.....	11
资本工具：层次逐渐丰富，中小银行选择有限.....	12
本轮展望：补充中小银行资本，专项债渠道有望落地.....	14
专项债补资本的路径猜想.....	14
可转债：已被明确，发行主体有望拓宽.....	15
其他混合工具：或为可选项，退出机制需明确.....	16
股权工具：难度较高，非自有资金不得入股.....	17
其他路径猜想：创设新工具，盘活老工具，改善投资环境.....	17
猜想一：推出新型资本补充工具.....	18
猜想二：盘活现有资本补充工具.....	18
猜想三：改善资本工具投资环境.....	19
重点推荐标的.....	20
招商银行（600036 CH，增持，目标价：38.76~41.35 元）：零售业务标杆，财富管理强行.....	20
兴业银行（601166 CH，买入，目标价：20.31~21.35 元）：“商行+投行”战略，迎接直融时代.....	20
平安银行（000001 CH，买入，目标价：15.50~17.82 元）：对公零售同发展，打造新型银行.....	20
常熟银行（601128 CH，增持，目标价：9.29~9.42 元）：开拓蓝海市场，银行的成长股.....	21
南京银行（601009 CH，买入，目标价：9.37~9.81 元）：定增充实资本，区域优势突出.....	21
成都银行（601838 CH，增持，目标价：8.95~9.85 元）：坚守本源业务，成长空间可期.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 全文逻辑框架图	4
图表 2: 商业银行资本金分类及含义	5
图表 3: 巴塞尔协议 III 与我国《商业银行资本管理办法》资本要求对比	5
图表 4: 《商业银行资本管理办法》对各类商业银行的差异化监管措施	6
图表 5: 央行 MPA 考核体系及宏观审慎资本充足率计算方法	7
图表 6: 2013 年以来招商银行核心一级资本充足率趋于上行	8
图表 7: 招商银行自 2013 年后未再进行外源性核心一级资本补充	8
图表 8: 2010 年以来区域性银行各类资本补充工具募资规模 (截至 7 月 23 日)	9
图表 9: 2010 年以来全部银行各类资本补充工具募资规模 (截至 7 月 23 日)	9
图表 10: 监管支持商业银行补充资本历程回顾	10
图表 11: 区域性银行主要依靠二级资本债补充资本, 其他一级资本补充压力较大	11
图表 12: 2019 年末商业银行、上市银行、非上市银行三级资本充足率	11
图表 13: 2020 年 3 月末商业银行资本充足率: 分银行类型	11
图表 14: 2019 年区域性银行主要依靠二级资本债补充资本	12
图表 15: 2020 年区域性银行资本补充渠道更为多元化 (截至 7 月 23 日)	12
图表 16: 银行外源性资本补充工具资本属性、发行主体和主要条款梳理	12
图表 17: 银行外源性资本补充工具优势、劣势、使用主体梳理	13
图表 18: 近一年来有关中小银行补资本政策	14
图表 19: 地方政府发行专项债认购中小银行可转债等合格资本工具	15
图表 20: 可转债资本补充工具的三大优势	16
图表 21: 可转债发行主体不断扩大	16
图表 22: 优先股、永续债和二级资本债的使用意愿及可能的退出机制	17
图表 23: 多渠道为区域性银行补资本的三大路径猜想	17
图表 24: 减记型和转股型资本债券情况对比	18
图表 25: 2000 年以来上市银行配股实施情况	19
图表 26: 重点推荐公司估值表	22
图表 27: 报告提及公司信息	22

夯实资本实力，中小行改革正当时

新一轮资本补充蓄势待发，部分省市已经开始研究使用专项债资金补充资本。资本金是银行吸收损失的减震器，随着国内资本监管日益强化，差异化监管措施提升约束力，对银行资本补充能力提出更高要求。但目前我国银行内源性资本补充能力有限，更需依赖资本工具实现外源补充。回顾历史，银行业资本补充重心逐步转向区域性银行，资本工具不断扩充；审视现状，行业内部仍存分化，尤其是区域性银行资本压力大、补充渠道有限。2019年下半年以来监管定调多渠道补充中小银行资本，中小银行补资本已成为顶层设计层面的焦点问题。当前专项债补资本方案对症下药，部分省市已经开始研究使用这笔资金，其中可转债路径已获得国务院及银保监会明确。

中小银行加速改革，政策环境更加友好，预计优质中小行有望脱颖而出。在中小银行加速改革、政策对区域性银行也持续倾斜的背景下，我们预计优质中小银行有望凭风借力，谋求多渠道资本补充，有效化解潜在风险，增强资产投放能力。当前仍为银行板块估值、仓位双底部，建议把握银行股配置机会，精选优质中小行。包括股份行中的零售及财富管理之王招商银行、“商行+投行”模式的标杆兴业银行、背靠集团的锐意改革者平安银行；区域性银行中的小微金融楷模常熟银行、区位优势且元气修复的优质城商行南京银行、以天府之国为经营根据地的成都银行。

图表1：全文逻辑框架图



资料来源：华泰证券研究所

资本金：稳健经营的减震器，资产扩张之基石

银行资本金是稳健经营的减震器和资产扩张的基石，分为核心一级、其他一级和二级资本。商业银行资本金是银行为了正常的经营活动及获取利润而投入的货币资金和保留在银行的利润。资本金是银行吸收财务或经营损失的减震器，资本比例越高，银行的安全系数越高；同时，资本金也是决定银行业务增长和拓张空间的基石。根据银保监会《商业银行资本管理办法（试行）》，商业银行总资本可分为核心一级资本、其它一级资本和二级资本。

图表2：商业银行资本金分类及含义

类型	科目	含义
核心一级资本	实收资本	投资者按照企业章程或合同、协议的约定实际投入商业银行的资本。股份制商业银行的股本是在核定的股本总额及核定的股份总额的范围内通过发行股票或股东出资取得，一般分为普通股和优先股两种。
	资本公积	由投资者、其他人或其他单位投入，所有权归属于投资者，但不构成商业银行实收资本的那部分资本或出资。
	盈余公积	商业银行按照规定从净利润中提取的各种积累资金，根据规定包括：法定盈余公积、任意盈余公积和法定公益金。
	未分配利润	商业银行以前年度实现的、留待以后年度进行分配的结存利润。
	一般风险准备	商业银行按规定从净利润中提取，用于弥补亏损的风险准备。
其他一级资本	少数股东资本可计入部分	子公司核心一级资本中归属于第三方少数股东且不超过其所对应的最低监管要求的部分。
	其他一级资本工具及其溢价	如果一项资本工具能够符合其他一级资本标准并经过批准，则该项资本工具及其溢价可以计入其他一级资本。
	少数股东资本可计入部分	子公司少数股东一级资本中不超过最低监管要求的部分，扣除已计入集团核心一级资本的少数股东资本，其净额计入集团其他一级资本。
二级资本	二级资本工具及其溢价	如果一项资本工具能够符合二级资本标准并经过批准，则该资本工具及其发行溢价可以计入二级资本。
	超额贷款损失准备	商业银行实际计提的贷款损失准备超过最低要求的部分或超过预期损失的部分。

资料来源：银保监会，华泰证券研究所

监管框架：国内外监管日益趋严，银行资本要求渐高

国内外均对银行业采取严格的资本监管标准，国内资本监管力度不断强化。银行业资本监管对于维护金融体系稳健运行、防范系统性风险向实体经济转移具有重要意义。国际层面，监管框架主要由巴塞尔协议 III 和 TLAC 构成，前者针对全球银行业整体，而后者针对全球系统重要性银行。国内层面，《商业银行资本管理办法》相较巴塞尔协议 III 设置了更严的监管体系，通过分类监管措施提升资本约束力；央行 MPA 体系以资本充足率为核心指标，“一票否决制”进一步强化资本监管力度。银行资本监管日益趋严，对银行资本补充能力提出了更高要求。

全球：巴 III 确立基本框架，TLAC 提出更高要求

巴塞尔协议是全球银行业共同遵守的资本监管基本框架。2008 年金融危机暴露出国际金融监管体系的不足，巴塞尔委员会于 2010 年推出巴塞尔协议 III，强化商业银行资本监管。首先，对资本进行重分类，将以往的二级分类（核心、其他资本）转换为三级分类（核心一级、其他一级、二级资本），同时上调了各级资本充足率的最低要求，增强其防范风险和吸收损失能力。其次，引入逆周期资本缓冲机制，要求银行在资本补充率达标的基础上增设不低于风险资产 2.5% 的留存超额资本（防护缓冲资本）和 0%-2.5% 的逆周期超额资本，用于缓冲经济和金融严重衰退时期的银行损失。第三，对全球系统重要性银行（G-SIBs）提出更高资本标准，要求其额外提升 1.0%-2.5% 的附加资本。

图表3：巴塞尔协议 III 与我国《商业银行资本管理办法》资本要求对比

项目	巴塞尔协议 III	商业银行资本管理办法
最低资本要求	核心一级资本	4.5%
	一级资本	6.0%
	总资本	8.0%
其他资本要求	留存超额资本	2.5%
	逆周期超额资本	0-2.5%
	系统重要性银行附加资本	1.0-2.5%

资料来源：巴塞尔委员会，银保监会，华泰证券研究所

TLAC 框架对全球系统重要性银行提出更高资本要求。金融稳定理事会于 2014 年推出总损失吸收能力 (TLAC) 监管框架, 对 G-SIBs 提出了相比巴塞尔协议 III 更严格的资本标准。TLAC 指 G-SIBs 在进入处置程序时, 能通过减记或转股吸收损失的各类资本或债务工具之总和; TLAC/风险加权资产在 2019 年、2022 年后应分别不低于 16%、18%。对于信用债/GDP 低于 55% 的新兴经济体, 可延期 6 年执行该要求; 按照 FSB 口径, 2017 年末我国信用债/GDP 达 49% (央行《中国金融稳定报告 (2019)》最新数据), 若 2019 年末提升至 55% 以上 (数据尚未披露) 则需要提前 3 年执行。我国四家 G-SIBs (工行、建行、中行、农行) 距满足 TLAC 要求仍有一定压力, 且国内尚无符合 TLAC 标准的债务工具, 相关工具有待推出。

国内: 监管力度不断强化, 差异化措施提升约束力

《商业银行资本管理办法》确立国内资本监管框架, 相较巴塞尔协议 III 设置更严标准。为配合巴塞尔协议 III 的实施, 银监会于 2012 年推出《商业银行资本管理办法 (试行)》(以下简称资本办法), 对资本充足率计算和监管要求、资本定义等进行全面规范。首先, 相比巴塞尔协议 III, 资本办法对我国银行的资本充足率设置了更高的标准, 如核心一级资本充足率最低标准为 5%, 高于巴塞尔协议 III 0.5pct。其次, 资本办法对各类资本工具设置了严格标准, 要求二级资本工具必须含有减记或转股条款, 废除了次级债、混合资本债等不合格资本工具。第三, 根据资本充足状况对银行实施分类监管, 对于未达到资本要求的银行可采用限制业务开展等监管措施, 提升资本约束的有效性。

图表 4: 《商业银行资本管理办法》对各类商业银行的差异化监管措施

类别	分类标准	监管措施
第一类商业银行	三级资本充足率均达到资本要求	1) 要求加强对资本充足率水平下降原因的分析及预测; 2) 要求制定切实可行的资本充足率管理计划; 3) 要求提高风险控制能力。
第二类商业银行	三级资本充足率未达到第二支柱资本要求, 但均不低于其它各级资本要求	1) 与董事会、高级管理层进行审慎性会谈; 2) 下发监管意见书; 3) 要求制定切实可行的资本补充计划和限期达标计划; 4) 增加对资本充足的监督检查频率; 5) 要求对特定风险领域采取风险缓释措施。
第三类商业银行	三级资本充足率均不低于最低资本要求, 但未达到其它各级资本要求	1) 限制分配红利和其它收入; 2) 限制向董事、高级管理人员实施任何形式激励; 3) 限制股权投资或回购资本工具; 4) 限制重要资本性支出; 5) 要求控制风险资产增长。
第四类商业银行	三级资本充足率任意一项未达到最低资本要求	1) 要求大幅降低风险资产的规模; 2) 责令停办一切高风险资产业务; 3) 限制或禁止增设新机构、开办新业务; 4) 强制要求对资本工具进行减记或转为普通股; 5) 责令调整董事、高级管理人员或限制其权利; 6) 依法实行接管或者促成机构重组。

资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

央行 MPA 将资本充足率作为评估体系核心, “一票否决制”强化资本监管力度。央行于 2016 年起实施宏观审慎评估体系 (MPA), 重点考虑资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行七大方面, 通过综合评估加强逆周期调节和系统性金融风险防范。其中, 资本充足率是评估体系的核心, 若资本和杠杆情况不达标 (低于 60 分), 银行则直接被评为 C 档机构, 法定存款准备金利率将视情况下浮 10%-30%, “一票否决制”利于银行资本监管的约束力进一步强化。作为宏观审慎管理的重点领域, 央行和银保监会于 2019 年发布《系统重要性银行评估办法 (征求意见稿)》, 针对系统重要性银行提出附加资本要求, 推动国内监管体系与国际 G-SIBs 监管框架进一步接轨。

图表5：央行MPA考核体系及宏观审慎资本充足率计算方法

七大方面	具体指标
资本和杠杆情况	资本充足率（80分）、杠杆率（20分）、总损失吸收能力（暂不纳入）
资产负债情况	广义信贷（60分）、委托贷款（15分）、同业负债（25分）
流动性	流动性覆盖率（40分）、净稳定资金比率（40分）、遵守准备金制度情况（20分）
定价行为	利率定价（100分）
资产质量	不良贷款率（50分）、拨备覆盖率（50分）
外债风险	外债风险加权余额（100分）
信贷政策执行	信贷执行情况（70分）、央行资金运用情况（30分）

宏观审慎资本充足率计算及评分方法：

宏观审慎资本充足率(Ci*)= ai×(最低资本充足率+储备资本+系统重要性附加资本+逆周期缓冲资本)

其中：

- 1、结构性参数 ai：基准值为 1，根据以下两方面情况进行上调：1) 经营稳健性状况：考核季度内内控管理、支付系统出现重大问题，发生案件及负面舆情等情况下调 0.05；2) 信贷政策执行：考核季度内月均转贴现余额占比或新增占比超过法人机构平均水平上调 0.05。
- 2、最低资本充足率：8.0%。
- 3、储备资本：央行分季度性调整。
- 4、系统重要性附加资本：将全国性系统重要性银行或区域内系统重要性银行作为参照机构并赋值 1%，其他机构按与参照机构的资产规模比值相应赋值，公式为：机构 i 系统重要性附加资本=0.5%+(1%-0.5%)×(机构 i 资产规模/最大机构资产规模)。
- 5、逆周期资本缓冲： $\max\{\beta_i \times [\text{机构 } i \text{ 广义信贷增速} - (\text{目标 GDP 增速} + \text{目标 CPI})], 0\}$ 。βi 为机构 i 对整体信贷顺周期贡献度参数，按以下方法确定：βi=宏观经济热度参数(βi1)×系统重要性参数(βi2)；其中，βi1 根据广义信贷/GDP 偏离其长期趋势值的程度测算，βi2 根据不同银行系统重要性差异调整其对整体信贷偏离度的贡献，在 0.5-1 之间赋值。

评分：

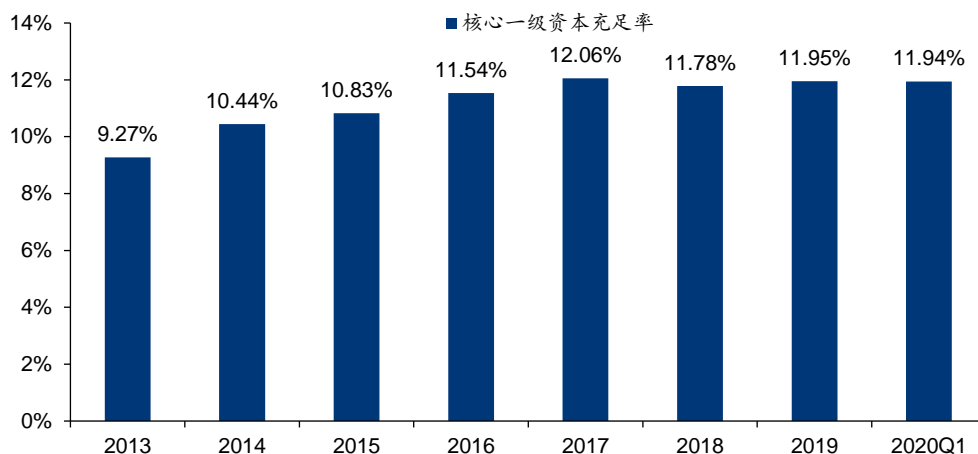
若商业银行资本充足率超过 Ci*，则获得 80 分；若资本充足率未超过 Ci*，但超过 Ci*-4%，则获得 48-80 分，此阶段为资本充足率容忍度；其余情况获得 0 分。

资料来源：央行，华泰证券研究所

补充途径：仅靠内生难以为继，外源渠道重要性高

资本补充途径分为内源性和外源性补充，大多数银行难以单靠内生性补充提升资本实力。内生性补充的核心方式是留存收益，有赖于银行自身盈利能力；外源性补充则包括各类资本补充工具。但目前银行业难以仅靠内生性补充来提升资本充足率，主要由于近年来银行业息差下行、盈利能力下滑，且大部分银行贷款以对公为主，对资本占用也较重；尤其在当前疫情背景下，银行让利实体经济、资产质量压力加大导致行业利润增速承压，进一步削弱其利润留存能力。纵观上市银行，能实现资本内生性增长的案例为数不多，其中零售优势显著的招商银行凭借着高盈利能力和“轻型银行”战略，2013 年以来在无外生资本补充的背景下核心一级资本充足率趋于上行；而对于绝大多数银行，仍需依赖外源性补充方式来提升资本充足水平，因此拓展多渠道资本补充工具对于银行业具有重要意义。

图表6： 2013年以来招商银行核心一级资本充足率趋于上行



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表7： 招商银行自2013年后再进行外源性核心一级资本补充

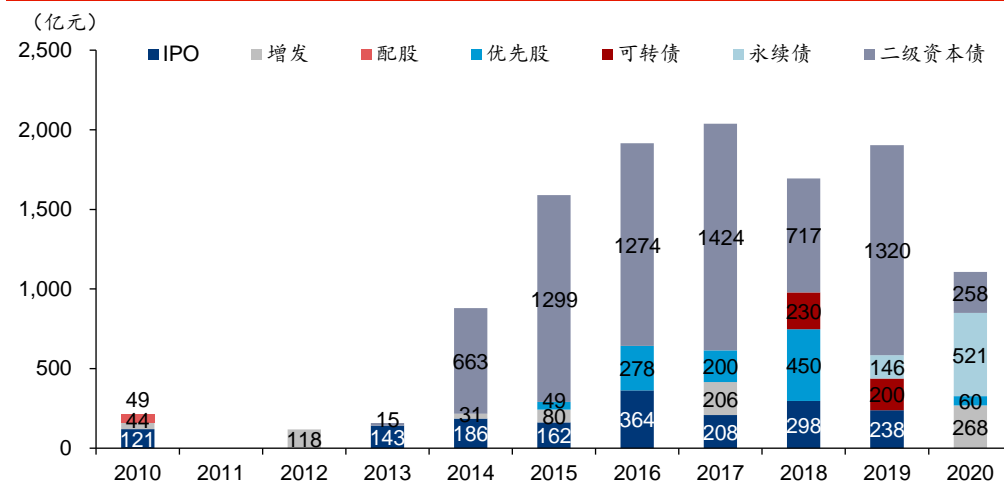
上市日期	募资方式	募资金额（亿元）
2013-10-02	配股（H股）	63.01
2013-09-11	配股	275.25
2010-04-09	配股（H股）	39.80
2010-03-19	配股	177.64
2006-09-22	IPO（H股）	186.61
2004-10-29	可转债	650.00
2002-04-09	IPO	109.50

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

历史回顾：重心转向区域性银行，资本工具逐步扩充

银行业共经历 5 轮集中资本补充时期，主体逐步由大行转向区域性银行。1) 1998 年、2004-2010 年的最初两轮资本补充均以化解国有大行的经营困境为主要目标，财政部、央行等部门向四大行注资并推进其在 A+H 股陆续上市。2) 2013 年实施的《商业银行资本管理办法》提升了银行对于新型资本工具的迫切需求，在此背景下，监管先后推动减记型二级资本工具、优先股等试点启动，带动 2013-2015 年迎来新一轮资本扩充期。3) 2015 年央行 5 次降息导致银行业净息差大幅下滑，缺乏有效资本工具的区域性银行资本压力加大，银监会于 2016 年初提出鼓励城商行通过境内外上市等多渠道补充资本，带动区域性银行开启“上市潮”，全年共有 4 家城商行、5 家农商行实现 A 股或 H 股上市。

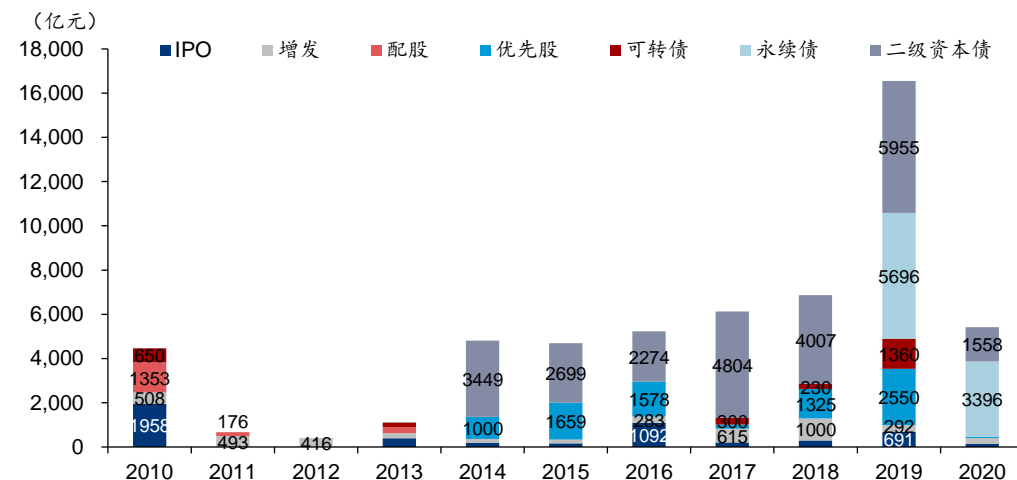
图表8：2010年以来区域性银行各类资本补充工具募资规模（截至7月23日）



注：IPO 包含 A 股和 H 股，其余为境内融资

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2010年以来全部银行各类资本补充工具募资规模（截至7月23日）



注：IPO 包含 A 股和 H 股，其余为境内融资

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年以来新一轮资本补充瞄准区域性银行，资本补充工具迎来扩容。2019 年以来，金融供给侧改革逐步推进，监管着重引导银行加大对实体经济的支持力度；作为服务中小微企业的主力军，区域性银行信贷投放提速，资本金压力问题日益凸显。资本补充政策进一步向区域性银行倾斜，包括推出永续债新型资本工具、优先股发行主体扩展至非上市银行、新一轮区域性银行“上市潮”开启、地方政府专项债补血中小银行、银行业配股再度重启等。区域性银行资本补充工具迎来新一轮扩容，有利于缓解其资本消耗压力，增强资产投放能力，提升服务中小微企业的质效。

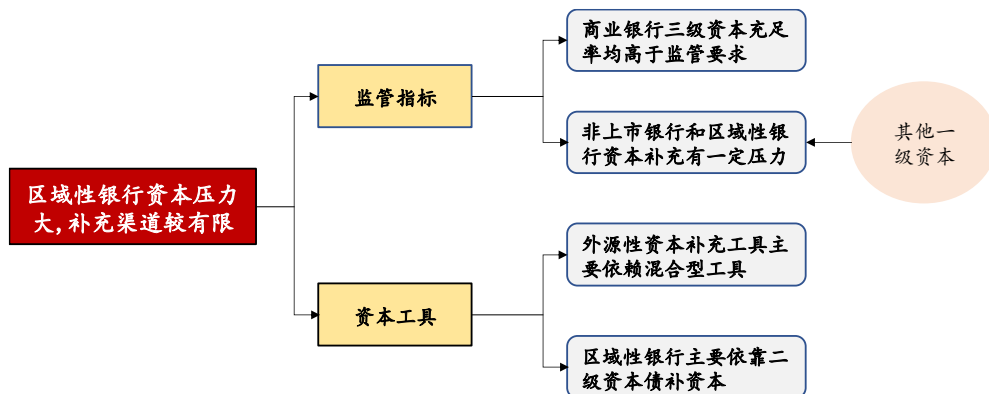
图表10: 监管支持商业银行补充资本历程回顾

时间	背景	资本补充方式
1998年	1) 90年代初过度信贷和粗放投资+亚洲金融危机爆发,四大行不良率高企,潜在挤兑风险加大。 2) 巴塞尔协议要求银行资本充足率不低于8%,入世亟需银行符合国际监管标准。	特别国债: 财政部向四大行定向发行30年期的2700亿元特别国债,募得资金以资本金形式再注回银行。
2004年-2010年	不良问题仍未解决,国务院决定推进国有银行股份制改革。	1) 外汇储备注资: 2004年财政部、央行、外汇局组建中央汇金公司,2004-2008年共以790亿美元外汇储备注资四大行。 2) 次级债: 股改期间四大行共发行1850亿元次级债,补充附属资本。 3) IPO: 2005-2010年四大行陆续实现A+H股IPO上市,完成股份制改革。
2013年-2015年	1) 2012年四万亿刺激退潮,经济增速放缓,银行经营环境压力较大。 2) 2013年《商业银行资本管理办法》对银行资本提出更高要求,且对于不合格二级资本工具实施新老划断。	1) 二级资本债: 2013年4月发布《银监会关于做好<商业银行资本管理办法(试行)>实施工作的指导意见》,重点推动减记型二级资本工具的试点发行;2014-2015年二级资本债迎来爆发期,2015年募资规模同比+96%。 2) 优先股: 2013年11月发布《国务院关于开展优先股试点的指导意见》,优先股试点启动,2014-2015年上市银行集中启动优先股发行预案。
2016年	1) 经济下行压力加大,2015年利率市场化改革深化叠加央行5次降息,导致银行业净息差断崖式下跌,削弱银行内源性资本补充能力。 2) 面对资产规模高速扩张、利润增长乏力,区域性银行面临急切的补充资本需求。	IPO: 银监会鼓励城商行通过境内外上市等多渠道补充资本,2016年共核准9家区域性银行(4家城商行+5家农商行)A股或H股上市,融资规模合计364亿元。
2019年以来	1) 宏观经济下行+国际贸易摩擦,中小微企业经营承压,银行信用风险增加。 2) 深化利率市场化改革,息差下行压力加大。 3) 监管政策收紧,银行表外回表内导致资本消耗加大。 4) 疫情冲击下银行让利实体经济,区域性银行作为服务小微企业的主力军,信贷投放力度加大导致资本承压,亟需拓宽资本补充渠道。	1) 永续债: 2018年12月金融委提出推动尽快启动永续债发行,2019年1月央行创设CBS为永续债提供流动性支持,银保监会明确保险资金可投资银行二级资本债券和永续债。 2) 优先股: 2019年7月银保监会、证监会修订《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》,非上市银行可直接发行优先股,无需新三板挂牌。 3) IPO: 2019年共9家银行A股或H股上市(其中4家城商行、3家农商行)。 4) 专项债: 2020年7月国常会决定允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金,专项债限额2000亿元,支持18个地区中小银行,目前部分省市已开始研究使用资金。 5) 配股: 2020年银行业配股时隔7年后再度重启(江苏银行)。

资料来源:央行,银保监会,证监会, Wind, 华泰证券研究所

资本现状：中小银行压力大，补充渠道较有限

图表11：区域性银行主要依靠二级资本债补资本，其他一级资本补充压力较大

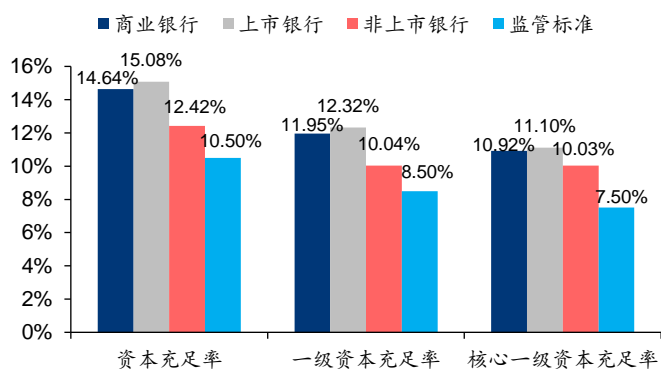


资料来源：华泰证券研究所

资本充足率：内部分化明显，中小银行承压

商业银行三级资本充足率显著高于监管要求，非上市银行和区域性银行有一定压力。2019年末商业银行三级资本充足率均高于银保监会监管要求3pct以上，银行业整体资本压力不大。但相较于上市银行，非上市银行（包括广发银行、恒丰银行和非上市区域性银行）资本充足率有一定压力。非上市银行的资本压力主要来自于其他一级资本，2019年末一级资本充足率仅高于监管标准1.54pct，其他一级资本比率（由一级资本充足率-核心一级资本充足率计算所得）仅为1bp，对银行在经营过程中吸收损失构成制约，因此其他一级资本工具亟待补充。分银行类型来看，区域性银行资本充足率压力较大。2020年3月末城商行、农商行资本充足率分别为12.65%、12.81%，较监管红线10.5%的安全边际较小，远低于大行和股份行的资本充足率水平。

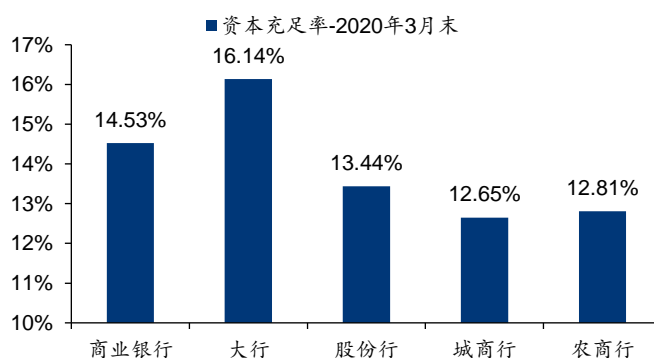
图表12：2019年末商业银行、上市银行、非上市银行三级资本充足率



注：上市银行包括A股和H股

资料来源：银保监会，公司财报，华泰证券研究所

图表13：2020年3月末商业银行资本充足率：分银行类型



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

资本工具：层次逐渐丰富，中小银行选择有限

外源性资本补充工具较为丰富，混合型工具为主要补充来源。外源性资本补充工具可分为股权型和混合型两种，国内银行主要依靠混合型资本工具补充外源资本，2019年其占比超过90%。股权型资本补充工具主要包括IPO、配股、定增和增资扩股，其中IPO和增资扩股的发行主体可为非上市银行，但具有发行门槛较高、审核周期较长的特点，因此区域性银行难以通过股权型资本工具补充外源资本。混合型资本工具包括可转债、优先股、永续债和二级资本债，非上市银行均可发行。但由于2019年7月、8月监管才分别将优先股、可转债的发行主体扩大至非上市银行，永续债2019年1月推出后近期才普及至非上市银行层面，上述资本补充工具尚未在区域性银行中全面铺开（大部分区域性银行未上市），因此二级资本债是区域性银行外源性资本补充的主要工具。

区域性银行主要依靠二级资本债补资本，政策引导下已出现多渠道补资本的趋势。2019年区域性银行外源资本补充总金额为2229亿元，其中二级资本债占比接近60%，补充渠道较为单一，一级资本补充力度较为有限。2020年以来随着政策不断强调多渠道补充中小银行资本金，区域性银行资本补充渠道已出现多元化的趋势，尤其是永续债发行规模明显增加，可有效弥补区域性银行其他一级资本的短板。但在其他资本工具方面，尤其是对于非上市区域性银行，补充渠道仍较为有限，资本工具的发行门槛较高、流动性不足等问题成为区域性银行补资本的障碍。

图表14：2019年区域性银行主要依靠二级资本债补充资本

	大行	股份行	区域性银行	合计
IPO	327	126	201	654
定增	0	292	0	292
优先股	1700	850	0	2550
可转债	0	1160	200	1360
永续债	3200	2350	146	5696
二级资本债	3435	1200	1320	5955
境外融资	124	0	362	486
合计	8786	5978	2229	16993

注：境外融资包括港股IPO、定增、配股、优先股和二级资本债

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：2020年区域性银行资本补充渠道更为多元化(截至7月23日)

	大行	股份行	区域性银行	合计
IPO	0	0	0	0
定增	0	0	268	268
优先股	0	0	60	60
可转债	0	0	0	0
永续债	2075	800	521	3396
二级资本债	800	500	258	1558
境外融资	337	138	0	476
合计	3212	1438	1107	5758

注：境外融资包括港股IPO、定增、配股、优先股和二级资本债

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16：银行外源性资本补充工具资本属性、发行主体和主要条款梳理

	核心一级资本					其他一级资本		二级资本
	IPO	配股	定增	增资扩股	可转债	优先股	永续债	二级资本债
资本属性	股权型	股权型	股权型	股权型	混合型	混合型	混合型	混合型
发行主体	非上市银行	上市银行	上市银行	非上市银行	上市银行、非上市银行	上市银行、非上市银行	上市银行、非上市银行	上市银行、非上市银行
主期限	无期限	无期限	无期限	无期限	5-7年	无期限	无期限	5年以上，5+5年居多
清偿顺序	二级资本债>永续债>优先股>普通股							
权利限制	无限制	无限制	无限制	无限制	无限制(转股后)	部分受限	无股东权利	无股东权利
股息/票息	不固定	不固定	不固定	不固定	不固定，票息低	相对固定，股息高	相对固定，票息高	固定，票息较高
转股条款	-	-	-	-	有，转股权在于投资者	有，强制转股	可有	可有，目前全部为减记型
减记条款	-	-	-	-	无	无	以减记条款为主	有
赎回条款	-	-	-	-	有	有，需银保监会批准	有，需银保监会批准	有，需银保监会批准
回售条款	-	-	-	-	可有	无	无	无
利息延迟支付	-	-	-	-	无	可取消，且非累积	可取消，且非累积	无

资料来源：中国人民银行，银保监会，华泰证券研究所

图表17: 银行外源性资本补充工具优势、劣势、使用主体梳理

外源资本补充方式	优势	劣势	适用主体	
核心一级资本	IPO	规模大, 资本补充功效强	1) 发行门槛较高, 审核严格、周期长 2) 一次性, 无法作为常用工具	仅适用于相对优质的非上市银行
	配股	规模较大, 资本补充功效强	1) 摊薄股东权益 2) 配售数量未达预案数量 70%则发行失败	银行股大多破净, 配股无法符合国资委对于国有股转让价高于每股净资产的要求, 目前难以实施
	定向增发	1) 规模较大, 资本补充功效强 2) 资金用途限制较少	1) 发行门槛较高 2) 审核严格、周期长 3) 摊薄原股东权益, 无法作为常用工具 4) 银行股大多破净, 增发吸引力不足	适用于定增对投资者有吸引力的优质上市银行
	增资扩股	1) 规模较大, 资本补充功效强 2) 资金用途限制较少	1) 发行门槛较高 2) 审核严格、周期长 3) 摊薄原股东权益, 无法作为常用工具	适用于有资本补充需求, 且可找到出资方的非上市银行
	可转债	1) 融资成本(转债利息)低 2) 期限灵活性强, 不会立即摊薄原股东权益 3) 转股权在于投资者, 更好协调新老股东利益	1) 发行条件较严格、周期长 2) 转股主动性和时效性受限制	适合短期无资本压力、中长期有资本补充需求的稳健经营银行。
	优先股	1) 融资成本较普通股低 2) 避免普通股股权稀释	流动性差, 不具有投机性, 市场投资意愿较低	无需新三板挂牌, 成为中小银行新渠道
其他一级资本	永续债	1) 发行主体多元, 程序灵活高效 2) 无赎回期限, 补充资本较为稳定 3) 资金用途多元	1) 发行流程较为繁杂。期限较长, 对部分投资主体吸引力不足 2) 目前主要为减记条款, 尚未含转股条款的案例	由于政策落地不久, 仍以实力较强的大行、股份行为主, 中小银行有待拓展
	二级资本债	1) 发行主体无限制, 程序简单灵活 2) 避免普通股股权稀释 3) 融资成本较低	1) 需还本付息, 无法作为长期稳定资本补充 2) 目前主要为减记条款, 尚未含转股条款的案例	目前中小银行较为依赖此种途径

资料来源: 中国人民银行, 银保监会, 华泰证券研究所

本轮展望：补充中小银行资本，专项债渠道有望落地

监管定调多渠道补充中小银行资本金，专项债补资本方案已在部分省市开始研究。顶层设计层面，2019年下半年以来金融委多次强调要多渠道补充中小银行资本金，并深化中小银行改革，2020年政府工作报告中也出现相关表述，中小银行补资本已成为顶层设计层面的焦点问题。具体实施层面，优先股、可转债的发行主体已扩宽至符合条件的非上市银行；保险资金投资二级资本债和永续债的限制也有一定放宽，为银行发行资本补充工具营造更好的投资环境。近期利用专项债为中小银行补资本的表述多次出现，银保监会表示目前部分省市已经开始研究使用这笔资金。

图表18：近一年来有关中小银行补资本政策

日期	部门	文件名/事件	主要相关内容
2019/7/19	银保监会、证监会	修订《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》	股东人数累计超过200人的非上市银行，在满足发行条件和审慎监管要求的前提下，将无须在“新三板”挂牌即可直接发行优先股。
2019/8/30	证监会、上交所	发布《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》	可转换债券的发行主体为股票未在证券交易所上市的股份有限公司，有限责任公司可参照执行。可转换债券采取非公开方式发行，可转换债券发行之前及转股后，股份有限公司股东人数不得超过200人，有限责任公司股东人数不得超过50人。
2019/9/27	国务院金融委	第八次会议	重点支持中小银行补充资本，将资本补充与改进公司治理、完善内部管理结合起来，有效引导中小银行下沉重心、服务当地，支持民营和中小微企业。
2019/11/6	国务院金融委	第九次会议	要深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题。要重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，增强服务实体经济和抵御风险的能力。要注意推广一些中小银行经营管理中的好经验好做法，改进中小银行的商业模式。
2019/11/28	国务院金融委	第十次会议	坚持既定方针政策，加大逆周期调节力度，多渠道增强商业银行特别是中小银行资本实力。要突出问题导向，进一步深化资本市场和中小银行改革。
2020/1/7	国务院金融委	第十四次会议	要多渠道补充中小银行资本金，促进提高对中小企业信贷投放能力。
2020/4/7	国务院金融委	第二十五次会议	采取多种有效方式加大中小银行资本补充力度，增强抵御风险和信贷投放能力。引导信贷资源更多支持受疫情冲击较大的中小微企业和民营企业
2020/5/4	国务院金融委	第二十八次会议	有关部门已经制定中小银行深化改革和补充资本的工作方案，要抓紧落实。在充实资本的同时，解决好中小银行在业务定位、公司治理、信贷成本等方面的突出问题，推动治理结构与业务发展良性循环。
2020/5/22	国务院	政府工作报告	推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。
2020/5/27	国务院金融委	将近日出台11条金融改革措施	出台《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。
2020/5/27	银保监会	修订《中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》	放宽险资投资资本补充债券发行人条件、取消债项的信用评级要求，有利于重点支持中小银行多渠道补充资本。
2020/6/17	国务院	国常会	合理补充中小银行资本金。督促银行完善内部考核激励机制，提升普惠金融在考核中的权重。加大不良贷款核销处置力度。严禁发放贷款时附加不合理条件。切实做到市场主体实际融资成本明显下降、贷款难度进一步降低。
2020/7/1	国务院	国常会	允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金，今年新增地方政府专项债中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020/7/16	银保监会	媒体通气会	政府专项债限额为2000亿元，支持18个地区的中小银行补充资本。由省级政府负责制定具体方案，使用条件较为严格，目前部分省市已经开始研究使用这笔资金。

资料来源：国务院，银保监会，证监会，华泰证券研究所

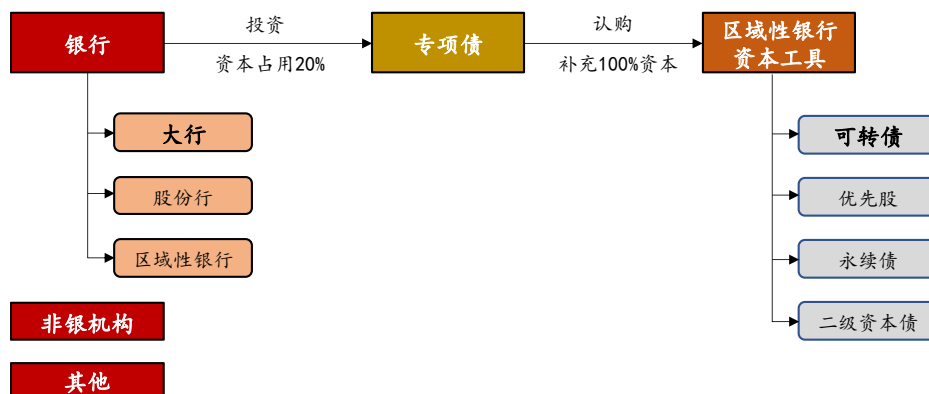
专项债补资本的路径猜想

2000亿元专项债支持18个地区中小银行补资本，使用条件较为严格。7月16日银保监会对专项债补资本的相关细节进行了进一步的明确。一是**明确规模和使用范围**。此次地方政府专项债总限额为2000亿元，支持18个地区的中小银行。根据区域性银行资产规模占比估计其风险加权资产，2020年3月末区域性银行风险加权资产总计为48.6万亿元，专项债2000亿元限额占区域性银行风险加权资产的比例为0.41%，考虑仅对部分区域性银行使用，单家银行的资本充足率提升幅度较为可观。

二是专项债使用条件较为严格，需由省级政府负责制定具体方案，通过清产核资确定用款规模，明确退出机制和还款保障。银保监会表示个别地区、个别农村中小银行可能存在资本缺口，因此我们认为专项债补资本的使用对象方面主要为经营困难、资本充足率不达标的区域性银行，18个地区主要集中在资产质量压力较大的中西部地区和东北地区。同时银保监会明确省级政府需要承担全过程责任，因此我们认为中小银行还需有主体资质（现有股东包括国企、财政部或国资）才可通过专项债补充资本。银保监会表示目前部分省市已经开始研究使用这笔资金，落地进度较快，化解中小银行风险，增强其资产投放能力。

专项债补资本缓解地方政府资金压力，通过可转债“注资”符合监管规定。回到此次通过专项债为中小银行补资本的政策本身，我们认为有两大关注点。一是专项债募集社会资金缓解地方政府财政压力。2019年下半年以来监管已定调为中小银行补资本，但部分地方政府财政压力较大，难以通过直接注资的方式为区域性银行补充资本，发行专项债募集社会资金则解决了资金来源问题。二是强调通过可转债补资本。可转债作为主要的资本工具，一方面由于其债性符合专项债认购资本工具的要求，另一方面由于可转债转股后可补充中小银行尤为紧缺的核心一级资本。其他混合型资本补充工具也为可选项，可补充其他一级资本和二级资本。

图表19：地方政府发行专项债认购中小银行可转债等合格资本工具



资料来源：银保监会，华泰证券研究所

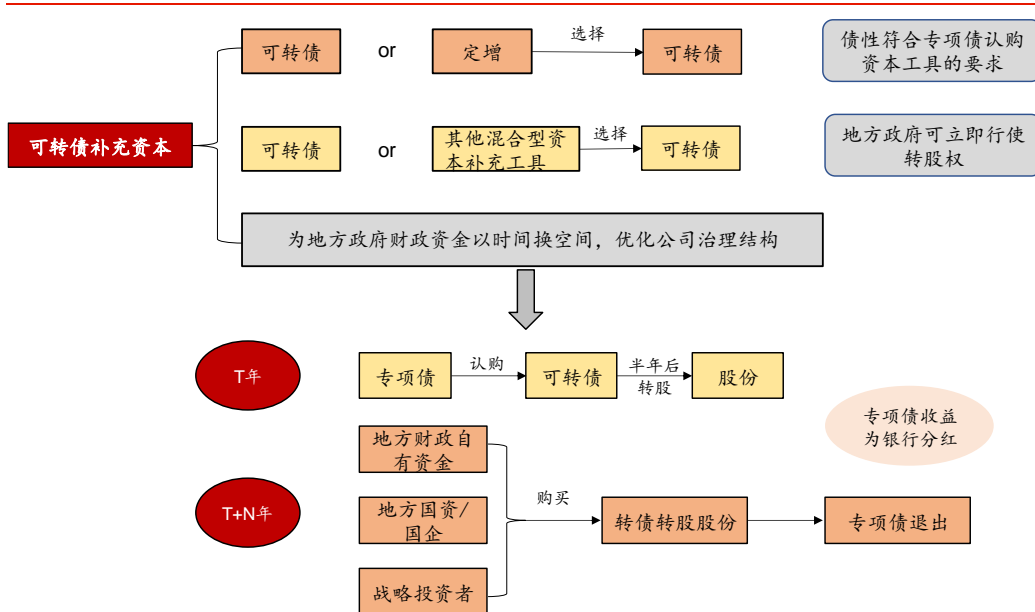
可转债：已被明确，发行主体有望拓宽

国常会与银保监会均明确可转债这一资本补充路径，具有三大优势。7月1日国常会与7月16日银保监会的媒体通气会均提到“地方政府发行专项债用于认购中小银行的可转债等合格资本工具”，因此可转债有望成为专项债补充中小银行资本的主要路径。我们认为监管选择可转债作为专项债补资本的主要渠道主要有三大原因。其一，相较直接入股，可转债的债性符合专项债认购资本工具的要求。专项债并非是地方政府财政体系的自有资金，因此不能直接入股区域性银行，混合型资本工具为专项债在现行监管体系下的可选项。

其二，相较其他混合型资本补充工具，可转债可在银行正常经营状态下补充核心一级资本。优先股、永续债和二级资本债的转股条款均为强制转股，即在核心一级资本充足率低于5.125%或被银监会认定生存困难时转股，难以补充核心一级资本。而可转债的转股权则在投资者手中，即地方政府有望在进入转股期的第一时间将可转债转股（一般可转债发行后6个月进入转股期），进而补充中小银行的核心一级资本。

其三，可转债补资本为地方政府财政资金以时间换空间，提升公司治理水平。疫情冲击经济增长，不仅使区域性银行面临较大的经营压力，地方政府财政资金也较为紧张。利用专项债的资金先化解区域性银行的风险问题，使其维持正常经营，经济回暖后，地方政府可用自有财政资金购买可转债转股后的股份，或引入当地国企国资股东，以时间换空间，以低成本化解区域性银行风险，也明确了专项债的退出路径（专项债每年的收益为银行分红）。同时，地方政府作为区域性银行的股东，对其持股占比的提升，可强化地方政府对商业银行风险的管理责任，提升公司治理水平，利于银行的可持续性发展。

图表20：可转债资本补充工具的三大优势



资料来源：华泰证券研究所

监管层已允许非上市银行发行私募可转债，非上市银行有望打开补资本的新渠道。专项债补资本的使用对象方面主要为经营困难、资本充足率不达标的区域性银行，这类区域性银行基本为非上市银行。虽然2019年8月监管已允许非上市银行发行私募可转债，但或受制于发行门槛、审批程序、投资者认购意愿等问题，目前暂未有非上市银行发行可转债的案例。此次专项债认购可转债的方式可解决投资者认购意愿问题，我们预计在发行门槛和审批程序等方面也有望为区域性银行营造更友好的环境，助非上市区域性银行打开可转债这一资本补充渠道。

图表21：可转债发行主体不断扩大



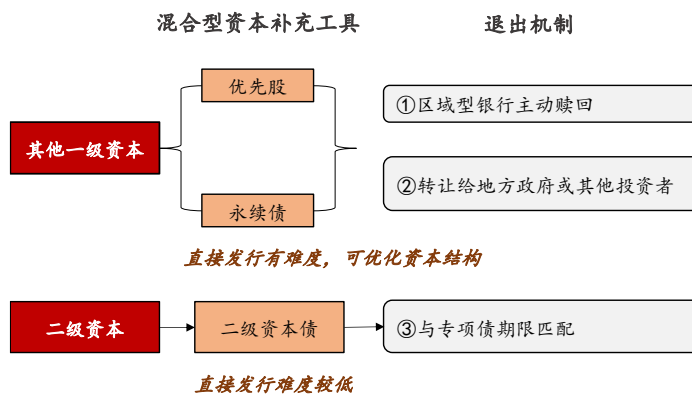
资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

其他混合工具：或为可选项，退出机制需明确

优先股、永续债和二级资本债或为可选项。银保监会提到专项债可用于认购“可转债等合格资本工具”，通过优先股、永续债和二级资本债等补充资本或也是可选项。优先股和永续债可补充其他一级资本，大多数非上市区域性银行其他一级资本为0，而监管对其他一级资本的合意要求为1%，专项债认购优先股和永续债可优化区域性银行的资本结构。区域性银行直接发行二级资本的难度相对较小，且二级资本也不是其最为紧缺的资本，因此预计不是此次专项债补资本的重点。

退出机制方面，由于优先股和永续债均属于无期限的资本补充工具，但可附有赎回条款，预计在化解区域性银行风险后，区域性银行可主动赎回优先股、永续债，或将优先股、永续债转让给其他投资者，以完成专项债资金的退出；若通过二级资本债，则只需将其发行期限与专项债期限进行匹配。

图表22： 优先股、永续债和二级资本债的使用意愿及可能的退出机制



资料来源：华泰证券研究所

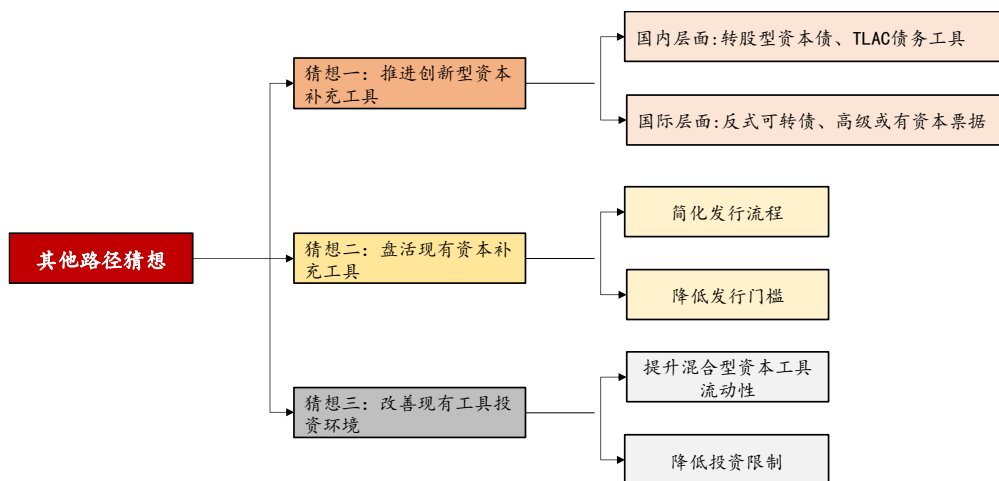
股权工具：难度较高，非自有资金不得入股

专项债直接入股受监管限制，目前来看操作难度较高。根据2018年1月银监会发布的《商业银行股权管理暂行办法》，商业银行股东不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股，说明目前专项债直接入股区域性银行的形式受到监管限制，但同时提到“法律另有规定的除外”，预留了一定政策空间。

其他路径猜想：创设新工具，盘活老工具，改善投资环境

除专项债补资本外，目前监管层已在创新资本补充工具、改善发行环境和投资环境等方面着手，推动多渠道为区域性银行补资本，我们认为相关政策有望持续推进。

图表23： 多渠道为区域性银行补资本的三大路径猜想



资料来源：华泰证券研究所

猜想一：推出新型资本补充工具

国内层面，**转股型二级资本债、TLAC 债务工具等创新工具已被提出**。2018 年央行等五部门发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，明确为银行发行永续债、转股型二级资本债、含定期转股条款资本债和 TLAC 债务工具创造有利条件。目前永续债已落地，尚有两类资本工具未落地：第一，转股型二级资本债。目前银行永续债和二级资本债仍以减记型为主，主要是由于转股在流程操作上更为复杂，但转股型资本债的优势也较为明显：转股后可直接补充核心一级资本，且可为投资者保留一定股东权利和投资收益，利于实现双赢、增强资本补充效果。第二，TLAC 债务工具。未来该工具若落地，有望实现资本工具进一步与国际接轨，利于缓解我国未来执行 TLAC 的压力。

图表24：减记型和转股型资本债券情况对比

吸收损失方式	含义	优势	劣势
减记型	当触发事件发生时，银行有权对债券持有人的债券本金进行扣减，尚未支付的累计应付利息也不再支付，用于吸收损失。	1) 可操作性和推广性相较转股型资本债券更强； 2) 避免原有股东的股权稀释。	1) 减记导致投资者的本金和利息收益权立即消失，存在较大损失风险； 2) 仅能补充其他一级资本。
转股型	当触发事件发生时，银行有权按照约定价格将债券持有人的债券转为普通股，用于吸收损失。	1) 转股后可补充核心一级资本； 2) 投资者仍可保留股东权利和投资收益，损失风险相对较低。	1) 转股同时涉及股、债市场，监管审核和操作流程较为复杂； 2) 会造成原有股东的股权稀释。

资料来源：巴塞尔协议 III，华泰证券研究所

国际层面，**反式可转债、高级或有资本票据等海外银行创新工具可供中国参考**。海外银行不断探索新型资本工具以满足监管标准，为国内提供了参考范本。其中“反式可转债”在欧美较为流行，可补充其他一级资本，其转股权在于发行人而非投资者，相当于发行人在发行债券的同时也持有公司股票的看跌期权，当股价跌至一定条件时便可触发转股，对于银行更具灵活性和及时性；而为了弥补投资者的本金损失风险，其票面利率通常较高，对中小投资者吸引力较强，最终实现双赢。“高级或有资本票据”可补充二级资本，最早由荷兰合作银行于 2010 年发行，与普通 Coco 债的区别在于该证券可按 75/25 的比例将面值转换为普通股及现金，投资者的本金损失风险较完全转换为普通股更小，提升融资吸引力。

猜想二：盘活现有资本补充工具

简化发行流程+降低发行门槛正在推进，利于盘活现有资本补充工具。虽然目前现有资本补充工具种类较多，但区域性银行的选择空间较为有限。股权型资本工具均具有发行门槛较高、审核周期较长的特点，无法及时为区域性银行补充资本。参考 2020 年完成定增的三家城商行，平均花费 26 个月才完成定增。而配股则由于上市银行多数破净而难以实施（国资委要求上市公司国有股转让价格在不得低于每股净资产的基础上合理定价，而配股价格则需要二级市场股价的基础上进行一定折让），2013 年至今再无上市银行成功配股的案例。2020 年 7 月江苏银行发布了配股预案，若此次配股方案最终获批，则意味着配股价对应 PB 或突破 1 倍 PB 限制（7 月 23 日江苏银行 PB (LF) 为 0.64 倍，配股价对应的 PB 较此更低），配股将成为银行补充资本的新渠道，预计后续或有更多银行以配股方式补足资本。

图表25：2000年以来上市银行配股实施情况

名称	配股价格	股权登记日收盘价	最近一期经审计的每股净资产		募资合计			
	(元)	(元)	折价率	(元)	配股认购比例	(亿元)	配股公告日	股权登记日
招商银行	9.29	10.66	87%	9.84	96%	275.25	2013-08-23	2013-08-27
中信银行	3.33	4.75	70%	3.25	99%	175.61	2011-06-24	2011-06-28
南京银行	8.37	11.78	71%	5.75	97%	48.64	2010-11-11	2010-11-15
工商银行	2.99	5.00	60%	2.26	100%	336.74	2010-11-11	2010-11-15
建设银行	3.77	5.34	71%	2.66	94%	22.38	2010-11-02	2010-11-04
中国银行	2.36	3.60	66%	2.23	100%	417.86	2010-10-29	2010-11-02
交通银行	4.50	6.38	71%	3.57	98%	171.25	2010-06-07	2010-06-09
兴业银行	18.00	28.06	64%	12.34	99%	178.64	2010-05-20	2010-05-24
招商银行	8.85	16.12	55%	4.85	99%	177.64	2010-03-02	2010-03-04
平安银行	8.00	17.70	45%	1.98	85%	31.52	2000-10-21	2000-11-03

资料来源：Wind，华泰证券研究所

混合型工具方面，2019年7月、8月监管已分别将优先股和可转债的发行主体放宽至非上市银行，但目前暂未有非上市银行发行的案例。一方面由于发行优先股、可转债的审核周期较长。参照上市区域性银行，一般审核周期超过1年；另一方面由于投资环境的限制。如果进一步简化发行流程、缩短审核周期，有望盘活现有资本工具，实现更好的资本补充效果。

猜想三：改善资本工具投资环境

提升混合型资本工具流动性+降低投资限制均已部分落地，优化现有工具的投资环境。混合型资本工具的流动性不足会导致投资者投资意愿下降，提升资本工具发行难度。因此在创新资本补充工具和改善现有资本工具投资环境时，需考虑资本工具的流动性问题。2019年在中国银行发行首单永续债的同时，央行创设CBS工具为永续债提供流动性。据Wind数据，2019年、2020年银行业永续债的成交额分别达到了3857亿元、4309亿元，分别占银行业永续债存量的68%、47%，永续债的流动性情况较好，发行主体也逐渐扩大至区域性银行层面。

在投资限制方面，扩大投资者的投资范围可优化现有工具的投资环境。2020年5月银保监会修订《中国银保监会关于保险资金投资银行资本补充债券有关事项的通知》，放宽险资投资资本补充债券发行人条件并取消债项的信用评级要求，扩大了区域性银行永续债和二级资本债的投资主体。如果鼓励银行理财、基金、券商资管等广义基金投资银行资本补充工具，既符合提升权益类资管产品占比的监管导向，又可为银行现有资本补充工具创造更好的投资环境。

重点推荐标的

招商银行 (600036 CH, 增持, 目标价: 38.76~41.35 元): 零售业务标杆, 财富管理强行
 招商银行的逻辑为作为建立了零售与财富管理先发优势的银行, 抵御周期能力强、继续成长可期。招商银行深耕零售业务, 2019 年零售收入贡献与税前利润贡献分别为 53.7%、56.7%。招商银行建立了财富管理先发优势, 2020 年 Q1 财富管理收入同比大增 68.5%, 占比达到 13%, 疫情中消费场景被限制提升了客户的财富管理需求。零售和财富管理优势助其建立了盈利能力和资产质量优势: 盈利能力方面, 2020 年一季度招行 ROE 在上市股份行中排名第一。资产质量方面, 2020Q1 末不良贷款率仅有 1.11%, 远低于其他上市股份行; 拨备覆盖率超过 450%, 风险抵御能力强大, 可抵御疫情冲击, 为利润提供了安全垫。零售与财富管理业务的客户需求、资产质量的周期性较弱, 且成长空间依旧较大, 招行作为领先龙头银行是首要获益者。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 12.8%/15.3%/16.2%, EPS 为 4.15/4.79/5.56 元, 2020 年 BVPS 预测值为 25.84 元, 对应 PB1.38 倍。维持 2020 年目标 PB1.5~1.6 倍, 目标价 38.76~41.35 元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

兴业银行 (601166 CH, 买入, 目标价: 20.31~21.35 元): “商行+投行”战略, 迎接直融时代
 兴业银行的逻辑为“商投并进”迎接直融时代, 存量风险释放充分。一方面, 兴业银行“商投并进”迎接直融时代, 注重提升结算型、投资型、交易型银行三项能力。直接融资大发展时代来临, 兴业银行作为坚持“商行+投行”战略的标杆行, 有望乘时代之风实现再度跨越。公司债券承销实力雄厚, NAFMII 承销金额领跑, 投行能力与商行能力形成了良好互补, 实现综合化服务、轻型化经营。银行理财规模领先且转型较快, 理财子公司于 2019 年 12 月已开业。托管和代客 FICC 业务均有鲜明特色, 有望成为直接融资时代弄潮儿。另一方面, 兴业银行的存量风险释放充分。2017 年起兴业银行步入调结构阶段, 不良贷款认定标准也逐渐严格, 2019 年末非标投资拨贷比达到 3% 以上, 存量风险压力释放为公司重新启程奠定了坚实基础。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 8.2%/11.0%/12.3%, EPS 为 3.43/3.81/4.28 元, 2020 年 BVPS 预测值为 26.04 元, 对应 PB0.61 倍。维持 2020 年目标 PB0.78~0.82 倍, 目标价 20.31~21.35 元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

平安银行 (000001 CH, 买入, 目标价: 15.50~17.82 元): 对公零售同发展, 打造新型银行
 平安银行的逻辑为在科技引领、集团鼎力支持下有望成为一个更均衡的新型零售型银行。自 2016 年启动零售转型以来, 平安银行的“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段。金融科技为业务赋能, 零售再攀高峰, 对公则重新发力, 战略执行成果卓著。疫情影响下, 2020 年 Q1 归母净利润、营收、PPOP 增速均保持在高位, 资产质量表现较好。分业务板块看, 对公成为中流砥柱, Q1 新增贷款 91% 为对公(含贴现), 对公投放奠定了量增基础; 零售更专注于中高端客户, 3 月末私行客户数、AUM 较上年末增长 7.7%、9.8%, 分别快于零售客户数、零售 AUM 增速 6.1pct、2.0pct。我们认为平安银行对公业务在科技引领、集团鼎力支持下有望再创辉煌, 进而打造一个更均衡的新型银行。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润增速 13.2%/15.1%/15.5%, EPS 为 1.64/1.89/2.19 元, 2020 年 BVPS 预测值为 15.50 元, 对应 PB0.90 倍。维持 2020 年目标 PB1.00~1.15 倍, 目标价 15.50~17.82 元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

常熟银行 (601128 CH, 增持, 目标价: 9.29~9.42 元): 开拓蓝海市场, 银行的成长股
常熟银行的投资逻辑为客群与经营模式独特, 异地经营发展空间较大。小微金融业务是常熟银行的名片, 其收益高、风险可控, 目前这一特色正在持续深化。常熟银行小微业务坚持线上+线下结合的操作模式。2019年在金融科技投入、员工数量扩充上均有布局, 全年科技投入占营收比例达到3.41%, 2019年末员工人数同比+15.6%至6432人, 主要新增为业务人员。6月3日常熟银行董事会决议拟出资10.5亿元入股镇江农商行, 成为其第一大股东(持股33.33%)。我们认为若入股完成, 常熟银行有望将自身的小微金融先进理念输出给镇江农商行, 提升其经营效率, 常熟银行的发展空间也有望进一步拓宽。后续常熟银行有望形成异地分支行、村镇银行、入股农商行(镇江农商行)的异地业务三驾马车, 进一步巩固小微金融标杆的地位。6月1日, 央行等八部委出台支持小微企业的系列政策, 常熟银行作为小微特色的优质中小行, 有望享受政策红利。

我们预计公司2020-2022年归母净利润增速15.8%/17.0%/20.1%, EPS为0.75/0.88/1.06元, 2020年BVPS预测值为6.73元, 对应PB1.14倍。维持2020年目标PB1.38~1.40倍, 目标价9.29~9.42元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

南京银行 (601009 CH, 买入, 目标价: 9.37~9.81 元): 定增充实资本, 区域优势突出
南京银行的投资逻辑为近期定增完成夯实资本实力, 区域优势突出, 对公基础扎实, 稳步推进零售转型, 业绩稳健增长。南京银行立足江苏, 并将业务辐射至经济发达的京沪浙等地区, 良好的地理区位叠加完善的风控能力, 造就了同业领先的资产质量水平。公司对公业务基础扎实, 将大零售战略作为转型的重点方向(2019年末零售贷款占比为30%, 接近同业平均水平), 注重客户质量的提升和综合金融服务的输出。借助良好的管理体系、优越的地理条件和明确的战略定位, 南京银行取得了良好的业绩表现, 2020年一季度营收、归母净利润增速均在上市银行中处于领先水平。我们认为南京银行估值压制因素已解除, 股息率优势突出, 有较高的配置价值。

我们预计公司2020-2022年归母净利润增速12.7%/15.8%/16.8%, EPS为1.40/1.62/1.90元, 2020年BVPS预测值8.92元, 对应PB0.88倍。维持2020年目标PB1.05~1.10倍, 目标价9.37~9.81元, 维持“买入”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

成都银行 (601838 CH, 增持, 目标价: 8.95~9.85 元): 坚守本源业务, 成长空间可期
成都银行的投资逻辑为基本面改善有持续动能, 成长性可期。成都市区域经济增速较快(据成都市统计局数据, 2020年一季度不变价GDP同比-3.0%, 高于全国平均水平)、人口稳步流入、成渝城市群战略定位较高, 均为成都银行提供了跨越提升的机遇。未来成长空间较足的主要原因总结为: 第一, 腹地优势。2020年地方政府专项债放量, 基建投资为经济增长的重要驱动因素, 基建补短板需求集中于四川等西部省份, 如成都市1-3月基建投资增速-0.7%(全国为-16.4%), 基建投资加码供应了优质资产。第二, 贷款市占率低位。据成都银行年报数据, 2019年末成都银行在成都的贷款市占率为4.75%, 无论横向、纵向相比均较低, 尚有提升空间。第三, 资产质量包袱出清较为彻底, 3月末不良贷款率、关注贷款率分别较2019年末持平、-5bp至1.43%、0.87%, 不良+关注类贷款占比为上市城商行第3低。目前正调整信贷结构, 资产质量有望持续向好。

我们预计公司2020-2022年归母净利润增速14.9%/18.1%/19.0%, EPS为1.77/2.09/2.48元, 2020年BVPS预测值为11.19元, 对应PB0.76倍。维持2020年目标PB0.8~0.88倍, 目标价8.95~9.85元, 维持“增持”评级。风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

图表26: 重点推荐公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	总市值(亿元)	EPS(元)				P/E(x)			
						2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000001 CH	平安银行	14.01	买入	15.50~17.82	2719	1.45	1.64	1.89	2.19	9.66	8.54	7.41	6.40
601838 CH	成都银行	8.47	增持	8.95~9.85	306	1.54	1.77	2.09	2.48	5.50	4.79	4.05	3.42
600036 CH	招商银行	35.60	增持	38.76~41.35	8905	3.68	4.15	4.79	5.56	9.67	8.58	7.43	6.40
601009 CH	南京银行	7.86	买入	9.37~9.81	787	1.24	1.40	1.62	1.90	6.34	5.61	4.85	4.14
601128 CH	常熟银行	7.65	增持	9.29~9.42	210	0.65	0.75	0.88	1.06	11.77	10.20	8.69	7.22
601166 CH	兴业银行	15.99	买入	20.31~21.35	3322	3.17	3.43	3.81	4.28	5.04	4.66	4.20	3.74

备注: 以上重点公司推荐文字、目标价及 EPS 来源于华泰证券金融团队最新报告, 收盘价为 2020.07.23

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表27: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	评级	目标价区间(元)
工商银行	601398 CH	增持	5.91~6.44
建设银行	601939 CH	无评级	-
中国银行	601988 CH	无评级	-
农业银行	601288 CH	增持	3.92~4.36
招商银行	600036 CH	增持	38.76~41.35
江苏银行	600919 CH	无评级	-
广发银行	未上市	-	-
恒丰银行	未上市	-	-
中信银行	601998 CH	增持	6.27~7.16
南京银行	601009 CH	买入	9.37~9.81
交通银行	601328 CH	增持	6.27~6.77
兴业银行	601166 CH	买入	20.31~21.35
平安银行	000001 CH	买入	15.50~17.82
常熟银行	601128 CH	增持	9.29~9.42
成都银行	601838 CH	增持	8.95~9.85

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. 经济下行超预期。2020年我国经济受外需和内需影响, 企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定, 但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司