

固定收益点评

浦发转债——历史最大规模终于落地，一二级均建议重点关注

浦发银行（600000.SH）本次发行可转债（浦发转债，110059.SH）募集的资金规模不超过 500 亿元，这使得浦发转债成为了我国历史上发行规模最大的转债个券。浦发转债的主体和债项评级均为 AAA，募集的资金将全部用于支持公司未来业务发展，并转股后按照相关监管要求用于补充公司核心一级资本。

浦发转债上市初期价格可能在 107-110 元左右。受正股 PB 的限制，浦发转债的初始转股价确定在 15.05 元/股的位置，对应转换价值为 85.45 元。参考中信转债，浦发转债上市初期转股溢价率可能将在 25-30% 左右，对应转债价格约为 107-110 元。

浦发转债的纯债价值约为 93.78 元，面值对应的 ytm 约为 2.84%，债底保护较强。附加条款方，浦发转债的强赎条款、下修条款设置分别为：15/30、130%，15/30、80%，并未设置回售条款，符合银行转债的一贯特性。稀释率方面，浦发转债完全转股后，对正股总股本（294 亿股）和流通股本（281 亿股）的稀释率分别为 11.3% 和 11.8%，稀释率一般。

本次浦发转债同时设有网上和网下申购渠道，其中网下申购日为 10 月 25 日，网上申购日为 10 月 28 日。原股东有限配售认购日为 10 月 28 日。

根据股权结构和近期发行情况推断，预计浦发银行的原股东优先认购比例可能在 60% 左右，留给市场的空间约为 200 亿元。假设浦发银行的网上申购户数为 100 万户，均足额申购，网下申购户数为 1.2-1.5 万户，均按照上限的 80% 申购，那么浦发转债的中签率可能在 0.03-0.04%。

总体来看，浦发转债作为我国历史上发行规模最大的银行转债，相较于近期发行的新券具有显著的规模和评级优势，能在很大程度上缓解前期大额优质个券退出带来的缺口，并且申购具有一定安全垫，预计一级市场的申购热度将较高，建议积极参与。二级市场机会方面，近期浦发银行资产质量和业绩的改善弹性较大，在当前的较低估值下值得关注。

另一方面，浦发转债的发行可能会在一定程度上缓解近期市场中新券供给与旧券退出在规模和资质上的不匹配而带来的存量债高估值问题。若浦发转债发行后引导其他优质个券的估值水平回落到更温和的区间，可能也将为转债二级市场整体带来更好的参与机会。

风险提示：金融监管政策出现超预期变化。

作者

分析师 刘郁

执业证书编号：S0680518080002

邮箱：liuyu@gszq.com

研究助理 田乐蒙

邮箱：tianlemeng@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益点评：隐性债务知多少？》2019-10-23
- 2、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191022》2019-10-23
- 3、《固定收益点评：北方转债——专注国际工程，久违的 AA+新券》2019-10-22
- 4、《固定收益定期：信用负面跟踪 20191021》2019-10-22
- 5、《贵州城投近况知多少？》2019-10-21



内容目录

历史最大发行规模，申购安全垫高	3
发行规模高达 500 亿元，高票息带来高债底	3
设有网上和网下渠道，留给市场的规模约 200 亿	4
正股基本面：估值较低，资产质量出清中	5
风险提示	8

图表目录

图表 1: 浦发转债发行条款汇总	3
图表 3: 浦发转债发行安排	4
图表 3: 浦发银行的资产质量相较于招商银行等仍存在差距	5
图表 4: 浦发银行的不良率正在快速改善	5
图表 5: 浦发银行的拨备覆盖率正在迅速提升	5
图表 6: 浦发银行的核心一级资本充足率处在同业较高水平	6
图表 7: 浦发银行的 ROE 处在同业较高水平	6
图表 8: 2017 年以来股份行 ROE 整体进入下行区间	7
图表 9: 浦发银行 2019H1 的营收增速大幅改善（亿元，%）	7
图表 10: 浦发银行 2019H1 的业绩增速大幅改善（亿元，%）	7
图表 11: 浦发银行的资产负债重心在于存贷款业务	8
图表 12: 当前浦发银行的估值处在低位，PB-LF 仅 0.83 倍	8

历史最大发行规模，申购安全垫高

发行规模高达 500 亿元，高票息带来高债底

浦发银行（600000.SH）本次发行可转债（浦发转债，110059.SH）募集的资金规模不超过 500 亿元，这使得浦发转债成为了我国历史上发行规模最大的转债个券。浦发转债的主体和债项评级均为 AAA，募集的资金将全部用于支持公司未来业务发展，在可转债持有人转股后按照相关监管要求用于补充公司核心一级资本。

图表 1：浦发转债发行条款汇总

转债名称	浦发转债	转债代码	110059.SH
正股名称	浦发银行	正股代码	600000.SH
发行规模	500 亿	所属行业	银行
发行方式	本次发行的可转债向公司在股权登记日收市后中国结算上海分公司登记在册的原普通股股东优先配售，原普通股股东优先配售后余额部分（含原普通股股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售的方式进行		
存续期	6 年		
票面利率	第一年 0.20%、第二年 0.80%、第三年 1.50%、第四年 2.10%、第五年 3.20%、第六年 4.00%。		
初始转股价格	15.05 元/股（若再募集说明书公告日前 20 个交易日内因除权、除息引起股价调整，则需做出相应调整）		
转股期间	2020 年 5 月 4 日-2025 年 10 月 27 日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后 5 个交易日内，按债券面值的 110% 赎回。 （2）有条件赎回：转股期内 15/30，130%；未转股票面总金额不足人民币 3,000 万元。		
下修条款	存续期内，15/30，80%		
回售条款	本次可转债未设置有条件回售条款		
信用评级	主体：AAA；债项：AAA；上海新世纪资信评估投资服务有限公司		

资料来源：Wind、浦发转债发行公告，国盛证券研究所

浦发转债上市初期价格可能在 107-110 元左右。受正股 PB 的限制，浦发转债的初始转股价格确定在 15.05 元/股的位置，略高于正股市场价格，截至 10 月 23 日，正股浦发银行的收盘价为 12.86 元，对应转换价值为 85.45 元，与中信转债的转换价值水平类似。溢价率方面，参考银行业的估值情况，中信转债在约 86.26 元的转换价值下对应的转股溢价率为 24.99%，考虑到二者在转换价值、规模和正股资质上都处在类似水平，我们认为浦发转债在当前的转换价值水平下，上市初期转股溢价率可能也将在 25-30% 左右，对应转债价格约为 107-110 元。

浦发转债的纯债价值约为 93.78 元，面值对应的 ytm 约为 2.84%，债底保护较强。

为补偿较高的转股价，浦发转债的票面利率设置较为优厚，6 年的发行期限中，采用累进利率设置，分别为 0.2%、0.8%、1.5%、2.1%、3.2%和 4.0%，其中第一年的票面利率稍低，而后三年的利率设置则显著高于同等资质下的市场平均水平，到期后将按照票面利率的 110%（含最后一期利息）赎回。按照截至 10 月 23 日的 AAA 级中债企业债到期收益率 3.97%推算，浦发转债的纯债价值约为 93.78 元。

附加条款方，浦发转债的强赎条款、下修条款设置分别为：**15/30、130%，15/30、80%**，并未设置回售条款，符合银行转债的一贯特性。

稀释率方面，浦发转债完全转股后，对正股总股本（**294 亿股**）和流通股本（**281 亿股**）的稀释率分别为 **11.3%**和 **11.8%**，稀释率一般。

设有网上和网下渠道，留给市场的规模约 200 亿

本次浦发转债同时设有网上和网下申购渠道，其中网下申购日为 10 月 25 日，网上申购日为 10 月 28 日。原股东有限配售认购日为 10 月 28 日。

图表 2: 浦发转债发行安排

日期	交易日	发行安排
2019-10-24 星期四	T-2 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-10-25 星期五	T-1 日	网上路演 原股东优先配售股权登记日 网下申购日
2019-10-28 星期一	T 日	刊登《可转债发行提示性公告》 原无限售股东优先配售认购日（缴付足额资金） 原有限售股东优先配售认购日（11:30 前提交认购资料） 原有限售条件股东 11:30 前缴纳认购资金 网上申购（无需缴付申购资金） 确定网上申购摇号中签率
2019-10-29 星期二	T+1 日	刊登《网上中签率及网下配售结果公告》 根据中签率进行网上申购的摇号抽签
2019-10-30 星期三	T+2 日	刊登《网上中签结果公告》 网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款 网下投资者根据配售结果缴款
2019-10-31 星期四	T+3 日	根据网上网下资金到账情况确认最终配售结果
2019-11-01 星期五	T+4 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：浦发转债发行公告，国盛证券研究所

从银行的股权结构来看，浦发银行的前 3 大持有人上海国际集团有限公司、中国移动通信集团广东有限公司和富德生命人寿保险股份有限公司分别持有浦发银行股份的 21.57%、18.18%和 9.47%，预计浦发银行的原股东优先认购比例可能在 **60%左右**，留给市场的空间约为 **200 亿元**。

参考近期新券的发行情况以及此前平银转债的发行情况，若假设浦发银行的网上申购户数为 100 万户，均足额申购，网下申购户数为 1.2-1.5 万户，均按照上限的 80%申购，那

么浦发转债的中签率可能在 **0.03-0.04%**。

正股基本面：估值较低，资产质量出清中

浦发银行是一家股份制商业银行，成立于 1992 年 10 月，由上海市财政局和上海国际信托有限公司等 18 家机构发起，并在 1999 年 6 月于上海证券交易所挂牌上市。受前期成都分行风险事件的影响，市场前期对于浦发银行具有一定担忧。但随着风险事件的逐步化解，浦发银行在近期表现出了较强的改善弹性。

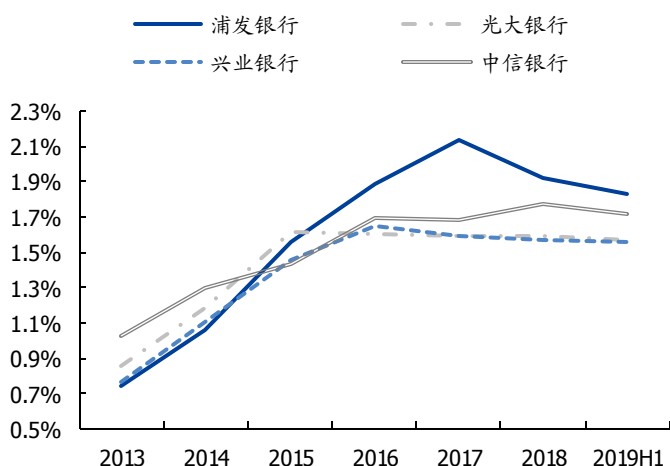
资产质量方面，浦发银行当前的不良率仍然处在同业中较高水平，但已较前期明显改善。截至 2019H1，浦发银行的不良率为 1.83%，关注类贷款占比为 2.91%、逾期贷款占比为 2.30%，拨备覆盖率为 156.51%，横向对比来看，其资产质量与招商银行、兴业银行等存在一定差距，但从趋势上看，浦发银行的资产质量正处在快速改善的过程中。2017 年至 2019H1，浦发银行在不良率、拨备覆盖率等指标上与中信银行和光大银行的差距已经显著缩小，改善弹性较大。

图表 3：浦发银行的资产质量相较于招商银行等仍存在差距

股份制银行	不良率	关注类贷款占比	逾期贷款占比	拨备覆盖率
招商银行	1.23%	1.30%	1.56%	394.12%
兴业银行	1.56%	1.85%	1.82%	193.52%
光大银行	1.57%	2.25%	2.21%	178.04%
平安银行	1.68%	2.48%	2.50%	182.53%
中信银行	1.72%	2.32%	2.52%	165.17%
民生银行	1.75%	3.25%	2.49%	142.27%
浦发银行	1.83%	2.91%	2.30%	156.51%
华夏银行	1.84%	3.80%	2.52%	144.83%

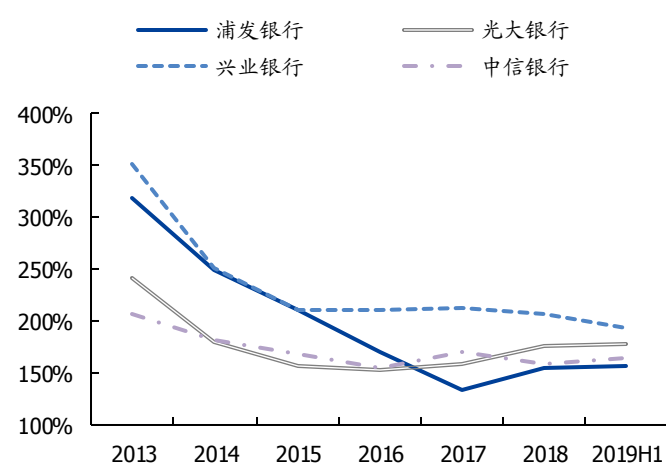
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：浦发银行的不良率正在快速改善



资料来源：Wind，国盛证券研究所

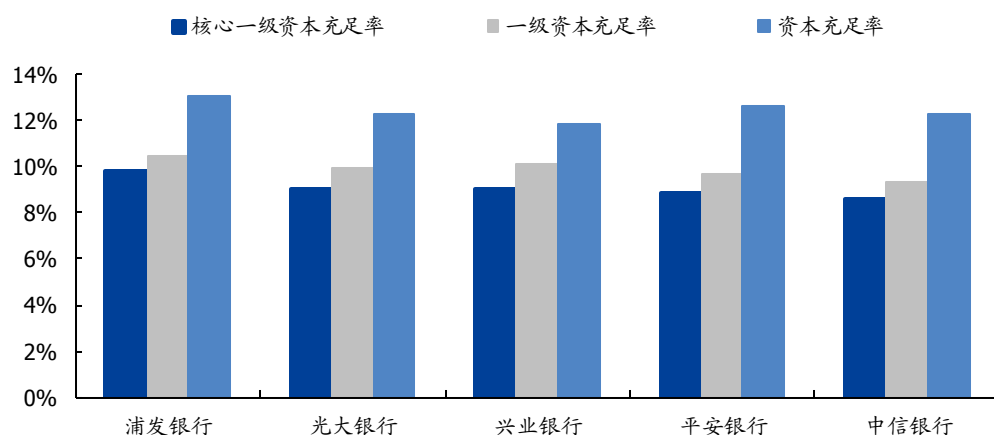
图表 5：浦发银行的拨备覆盖率正在迅速提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

浦发银行的核心一级资本充足率处在同业较高水平。根据转债的募集说明书，转债募集的资金计划在将来用于补充银行的核心一级资本。横向对比来看，目前浦发银行 2019H1 的核心一级资本充足率为 9.8%，在股份制银行中处在较高水平。中信银行和光大银行的核心一级资本充足率则分别为 8.58% 和 9.01%。在促转股意愿方面，浦发转债相较于其他银行转债可能没有明显优势。

图表 6: 浦发银行的核心一级资本充足率处在同业较高水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

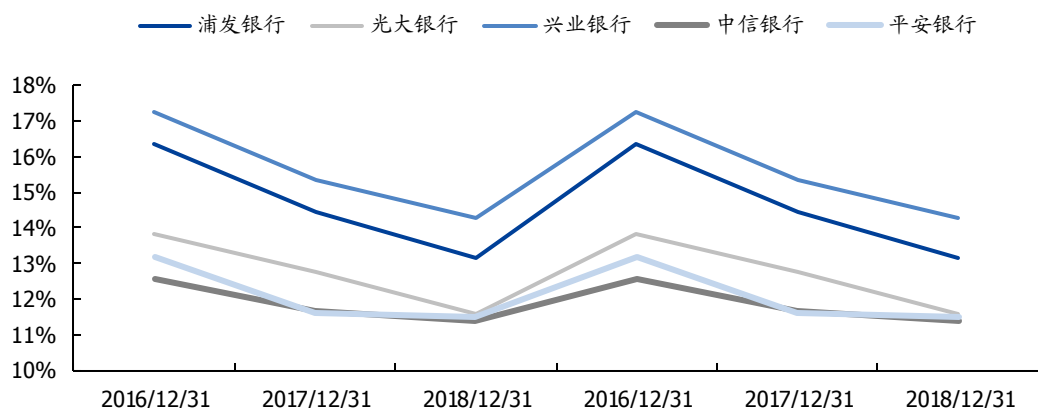
盈利能力方面,浦发银行的 ROE 处在同业较高水平。浦发银行 2019H1 的 ROE 为 6.89%, ROA 为 0.5%, 在股份制银行中处于较高水平, 净息差则处在同业中等位置。从盈利能力变化趋势来, 2017 年以来股份行 ROE 整体进入下行区间, 浦发银行的 ROE 同样自 2017 年起出现下滑, 但横向比较来看, 浦发银行当前的 ROE 仍高于中信银行和光大银行。

图表 7: 浦发银行的 ROE 处在同业较高水平

	ROE	ROA	净息差	生息资产收益率	计息负债成本率
浦发银行	6.89%	0.50%	2.12%	4.62%	2.55%
光大银行	6.45%	0.46%	2.28%	4.77%	2.62%
兴业银行	7.66%	0.53%	2.00%	4.40%	2.69%
中信银行	6.87%	0.46%	1.96%	4.33%	2.46%
平安银行	6.32%	0.44%	2.62%	5.23%	2.69%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

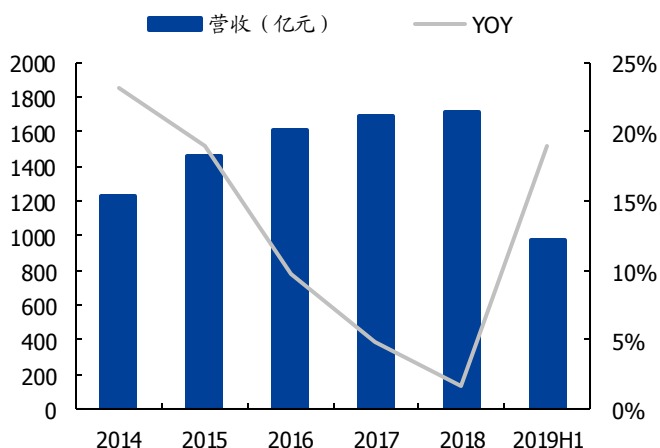
图表 8: 2017 年以来股份行 ROE 整体进入下行区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

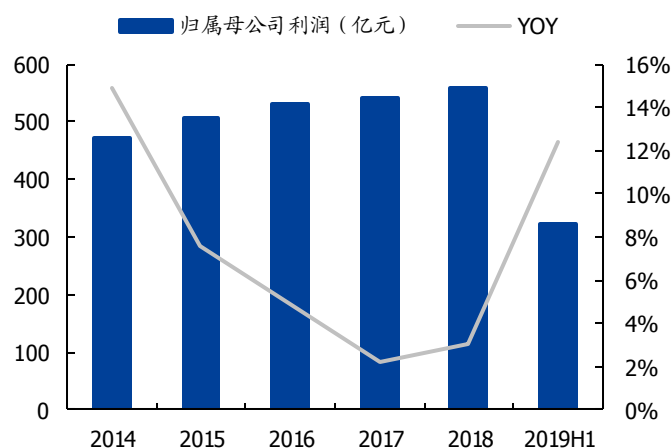
业绩方面, 根据中报披露的数据, 浦发银行 2019H1 的营收和业绩增速均出现大幅改善。2019H1, 浦发银行共实现营业收入 976 亿元, 同比增长 18.99%, 较 2018 年全年水平提升了约 17 个百分点; 实现归母净利润 321.06 亿元, 同比增长 12.38%, 较 2018 年全年水平提升近 10 个百分点。

图表 9: 浦发银行 2019H1 的营收增速大幅改善 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 浦发银行 2019H1 的业绩增速大幅改善 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从资产负债结构上看, 浦发银行的资产负债重心在于存贷款业务, 对同业业务的依赖程度较小, 结构调整的压力不大。资产端, 浦发银行 2019H1 的贷款、同业资产和投资类资产占比分别为 55.78%、4.06%和 6.44%; 负债端, 存款、同业负债、应付债券和央行借款的占比分别为 60.02%、19.04%、14.55%和 3.17%。其中, 资产端 4.06%的同业资产占比在股份制银行中处在较低水平, 同业负债占比略高于中信银行和光大银行, 但总体来看, 浦发银行对于同业业务的依赖程度仍然不算高。

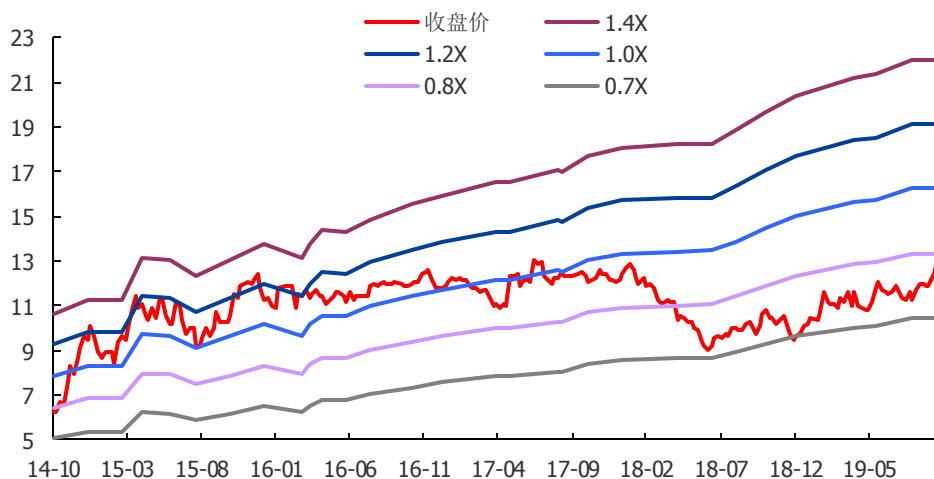
图表 11: 浦发银行的资产负债重心在于存贷款业务

银行	资产端			负债端			
	贷款	同业资产	投资类资产	存款	同业负债	应付债券	央行借款
浦发银行	55.78%	4.06%	6.64%	60.02%	19.04%	14.55%	3.17%
中信银行	59.95%	4.20%	4.82%	68.07%	16.01%	10.23%	4.00%
光大银行	55.80%	4.27%	28.53%	68.60%	13.31%	10.23%	5.61%
兴业银行	46.50%	4.70%	9.26%	57.26%	25.28%	12.34%	3.39%
平安银行	57.98%	5.46%	4.31%	71.01%	9.74%	12.52%	4.11%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当前浦发银行的估值处在低位, **PB-LF 仅 0.83 倍**。在前期负面事件的影响下, 浦发银行的估值水平自 2017 年末起开始明显下行, 目前处在约 0.8 倍的位置, 但结合前文的分析, 在浦发银行的高改善弹性下, 当前的正股估值具有不错的性价比。

图表 12: 当前浦发银行的估值处在低位, **PB-LF 仅 0.83 倍**



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

总体来看, 浦发转债作为我国历史上发行规模最大的银行转债, 相较于近期发行的新券具有显著的规模和评级优势, 能在很大程度上缓解前期大额优质个券退出带来的缺口, 并且申购具有一定安全垫, 预计一级市场的申购热度将较为高涨, 建议积极参与。二级市场机会方面, 近期浦发银行资产质量和业绩的改善弹性较大, 在当前的较低估值下值得关注。

另一方面, 浦发转债的发行可能会在一定程度上缓解近期市场中新券供给与旧券退出在规模和资质上的不匹配而带来的存量债高估值问题。若浦发转债发行后引导其他优质个券的估值水平回落到更温和的区间, 可能也将为转债二级市场整体带来更好的参与机会。

风险提示

金融监管政策出现超预期变化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com