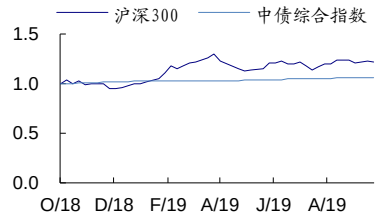
证券研究报告—深度报告

固定收益

浦发转债申购价值分析

2019 年 10 月 25 日

一年沪深 300 与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	119
中债长/中短期指数	121/121
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(千亿)	26.87/74.67/2.87

相关研究报告:

《固定收益专题报告：国债期货持仓量明显上升的原因及对后市的影响》 ——2019-10-18

《专题报告：2019 年城投债评级总结》 ——2019-10-15

《专题报告:城投债市场定价中地区因素分析》——2019-10-22

《2019 年三季度转债市场回顾：平价受压，估值抬升》 ——2019-10-09

《索发转债申购价值分析：预焙阳极龙头，底部蓄势》 ——2019-10-23

证券分析师：董德志
电话：021-60933158
E-MAIL：dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

证券分析师：柯聪伟
电话：021-60933152
E-MAIL：kecw@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080004

联系人：金佳琦
电话：021-60933159
E-MAIL：jinjiaqi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明

专题报告

超大盘转债来临，建议积极申购

- **条款评价:**（1）债底 93.79 元，面值对应 YTM 2.84%;（2）初始平价 85.45 元，初始溢价率 17.03%;（3）A 股股本摊薄幅度 11.32%;（4）下修、赎回条款常规设置，无条件回售。

- **上市初期价格分析：预计上市价格在[107,109]区间，建议积极申购**

  随着宽货币政策逐渐传导至宽信用，同时公司积极优化负债结构，今年以来公司息差走阔，业绩回升明显，2019 年中报实现营业收入 976 亿，同比增长 19%，归母净利润 321 亿，同比增长 12.4%，净息差为 2.12%，同比提升 35BP。相比于其他两家转债股份行，浦发银行净息差处于中间水平，略低于光大银行，明显高于中信银行。从不良贷款各项指标来看，浦发银行资产质量较为稳定，进一步向好发展。横向比较来看，浦发不良率目前尚高于中信、光大。估值方面，目前 PB（LF）约为 0.83，处于历史较低位置。正股过去 100 周波动率为 20.55%，目前总市值 3775 亿，流通市值约 3614 亿，为存量银行转债中的最大盘正股。

  本期转债规模 500 亿，债底接近 94 元，初始平价 85.45 元，初始溢价率 17.03%，兼具安全垫与弹性，公司业绩处于回升趋势，资产质量逐步改善，预计上市定位与中信转债相近，上市初期转股溢价率 25%-28%，上市初期价格 107-109 元，破发风险小，建议积极申购。

- **申购价值分析：预计中签率 0.225%-0.321%**

  原股东配售方面，上海国际集团及其一致行动人合计持有发行人 29.67%的普通股股份，将全额参与本次发行的优先配售。考虑到本次转债破发风险不大，预计其他股东配售意愿均较高，假设原股东配售比例约 50%-60%，则配售金额约 250-300 亿，剩余可供申购规模约 200-250 亿元。

  本次发行设有网上+网下环节，网下和网上预设的发行数量比例为 90%:10%,按照网上发行中签率和网下配售比例趋于一致的原则确定最终发行。网下每个账户申购上限为 50 亿，下限为 1000 万元；网上每个账户申购上限为 100 万，下限为 1000 元。

  申购资金量方面，从最近的新发情况来看，预计网上申购资金量大约在 8000-9000 亿，网下申购户数预计在 7000 户附近，申购资金量 7-8 万亿左右，则中签率大约为 0.225%-0.321%。

- **正股分析**

  1、大盘股份行，业绩持续回升。

  2、息差提升支持盈利增长。

  3、不良率下行，资产质量向好。

浦发转债发行安排

表 1：浦发转债发行认购时间表

T-2（周四）	10 月 24 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1（周五）	10 月 25 日	网上路演；原 A 股股东优先配售股权登记日；**网下申购日，**网下机构投资者在 17:00 前缴纳认购保证金，17:00 前提交《网下申购表》EXCEL 文件及扫描件等全套文件
T（周一）	10 月 28 日	刊登《发行方案提示性公告》；原 A 股股东优先配售日；**网上申购日**
T+1（周二）	10 月 29 日	刊登《网上中签率公告》；进行网上申购的摇号抽签
T+2（周三）	10 月 30 日	刊登《网上中签结果公告》；网上网下中签缴款日；
T+3（周四）	10 月 31 日	保荐机构（主承销商）根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4（周五）	11 月 1 日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

资料来源：发行公告，国信证券经济研究所整理

表 2：浦发转债条款梳理

转债名称	浦发转债（债券代码为 110059）
发行规模	500 亿
存续期	6 年
票面利率	第一年 0.2%、第二年 0.8%、第三年 1.5%、第四年 2.1%、第五年 3.2%、第六年 4.0%
初始转股价格	15.05 元/股（送股、转增股本、增发、配股、派息时均做相应调整）
转股期间	2020.5.4-2025.10.27
向下修正条款	存续期，15/30，80%
赎回条款	（1）到期赎回：票面面值的 110%（含最后一期利息） （2）有条件赎回：转股期，15/30，130%（含），面值加当期应计利息；未转股余额不足 3,000 万元，面值加当期应计利息
回售条款	（1）无条件回售 （2）附加回售：存续期，募集资金用途发生改变时，面值加当期应计利息。
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：发行公告，国信证券经济研究所整理

浦发转债主要条款及评价

债底 93.79 元，面值对应 YTM 2.84%：浦发转债发行期限 6 年，票面利率每年分别为 0.2%、0.8%、1.5%、2.1%、3.2%、4.0%，到期赎回价格为票面面值的 110%（含最后一期利息）。按照中债 2019 年 10 月 23 日 6 年期 AAA 企业债估值 3.97%计算的纯债价值为 93.79 元，面值对应的 YTM 为 2.84%。若上市价格超过 117.80 元，对应负的到期收益率水平。总的来看本期转债债底保护较高。

初始平价 85.45 元，初始溢价率 17.03%：浦发转债初始转股价格为 2018 年报每股净资产 15.05 元，正股浦发银行在 2019 年 10 月 23 日收盘价为 12.86，对应初始转股价值 85.45 元，面值对应初始转股溢价率 17.03%。

A 股股本摊薄幅度 11.32%：发行规模 500 亿元，假定以 15.05 元的初始转股价全部转股，新增股本数量为 33.22 亿股，对公司 A 股总股本的摊薄幅度约为 11.32％。

下修、赎回条款常规设置，无条件回售。浦发转债向下修正条款触发线为转股价的 80%，赎回条款触发线为 130%，无条件回售条款，均为银行转债的常规设置。

浦发转债上市初期价格分析：预计上市价格在[107,109]区间，建议积极申购

随着宽货币政策逐渐传导至宽信用，同时公司积极优化负债结构，今年以来公司息差走阔，业绩回升明显，2019 年中报实现营业收入 976 亿，同比增长 19%，归母净利润 321 亿，同比增长 12.4%，净息差为 2.12%，同比提升 35BP。相比于其他两家转债股份行，浦发银行净息差处于中间水平，略低于光大银行，明显高于中信银行。从不良贷款各项指标来看，浦发银行资产质量较为稳定，进一步向好发展。横向比较来看，浦发不良率目前尚高于中信、光大。估值方面，目前 PB（LF）约为 0.83，处于历史较低位置。正股过去 100 周波动率为 20.55%，目前总市值 3775 亿，流通市值约 3614 亿，为存量银行转债中的最大盘正股。

表 3：存量银行转债正股对比

转债	正股	正股 PB (LF)	股息率 (TTM)	过去 100 周波动率	总市值（亿元）	流通市值（亿元）
浦发转债	浦发银行	0.82	2.72	20.55	3,775	3,614
光大转债	光大银行	0.79	3.61	20.75	2,185	1,776
中信转债	中信银行	0.70	3.69	24.31	2,731	1,988
苏银转债	江苏银行	0.79	4.84	18.86	810	801
无锡转债	无锡银行	0.99	3.25	31.08	102	94
苏农转债	苏农银行	0.88	1.71	34.25	96	47
江银转债	江阴银行	0.91	0.92	32.21	98	98

资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

本期转债规模 500 亿，债底接近 94 元，初始平价 85.45 元，初始溢价率 17.03%，兼具安全垫与弹性，公司业绩处于回升趋势，资产质量逐步改善，预计上市定位与中信转债相近，上市初期转股溢价率 25%-28%，上市初期价格 107-109 元，破发风险小，建议积极申购。

表 4：浦发转债上市价格预估

正股价格/转股溢价率	24.00%	25.00%	26.00%	27.00%	28.00%
14.2	116.82	117.76	118.70	119.64	120.58
13.5	111.25	112.15	113.05	113.95	114.84
12.9	105.96	106.81	107.67	108.52	109.37
12.2	100.66	101.47	102.28	103.09	103.91
11.6	95.63	96.40	97.17	97.94	98.71

资料来源：国信证券研究所测算

申购价值分析：预计中签率 0.225%-0.321%

原股东配售方面，上海国际集团及其一致行动人合计持有发行人 29.67%的普通股股份，将全额参与本次发行的优先配售。考虑到本次转债破发风险不大，预计其他股东配售意愿均较高，假设原股东配售比例约 50%-60%，则配售金额约 250-300 亿，剩余可供申购规模约 200-250 亿元。

本次发行设有网上+网下环节，网下和网上预设的发行数量比例为 90%:10%，按照网上发行中签率和网下配售比例趋于一致的原则确定最终发行。网下每个账户申购上限为 50 亿，下限为 1000 万元；网上每个账户申购上限为 100 万，

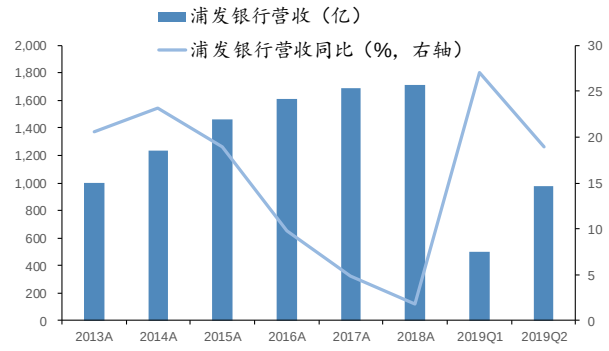
下限为 1000 元。

申购资金量方面，从最近的新发情况来看，预计网上申购资金量大约在 8000-9000 亿，网下申购户数预计在 7000 户附近，申购资金量 7-8 万亿左右，则中签率大约为 0.225%-0.321%。

正股分析

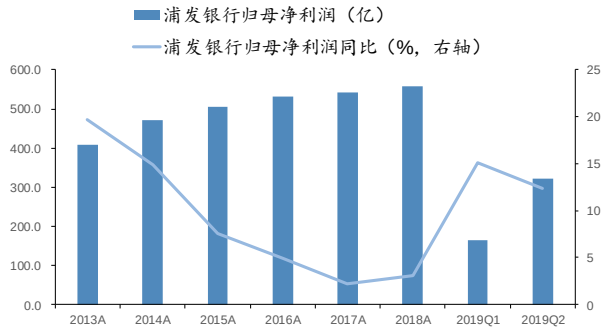
大盘股份行，业绩持续回升。浦发银行是由上海市财政局、上海国际信托投资公司、上海久事公司、申能股份有限公司等 18 家单位作为发起人，以定向募集方式设立，是上海国资委旗下的全国性股份行。随着宽货币政策逐渐传导至宽信用，同时公司积极优化负债结构，今年以来公司息差走阔，业绩回升明显，2019 年中报实现营业收入 976 亿，同比增长 19%，归母净利润 321 亿，同比增长 12.4%，ROE 达 13.78%（年化）。

图 1：浦发银行营收及同比增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

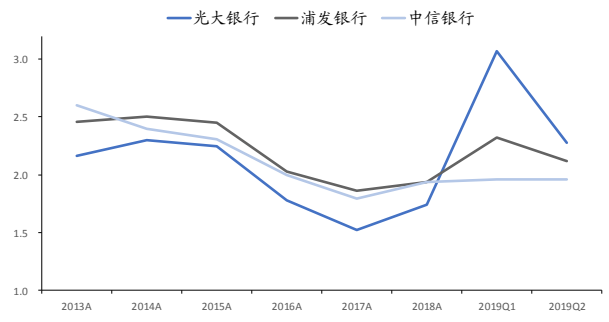
图 2：浦发银行归母净利润及同比增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

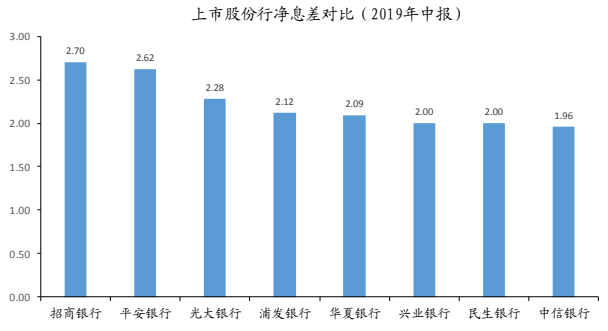
息差提升支持盈利增长。2018 年以来，股份行息差整体回升，浦发银行 2019 年中报净息差为 2.12%，同比提升 35BP，息差大幅走阔的主要原因是一般存款改善带动负债结构优化，以及流动性宽裕下同业负债的重定价。相比于其他两家转债股份行，浦发银行净息差处于中间水平，略低于光大银行，明显高于中信银行。

图 3：浦发银行净息差历史走势



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

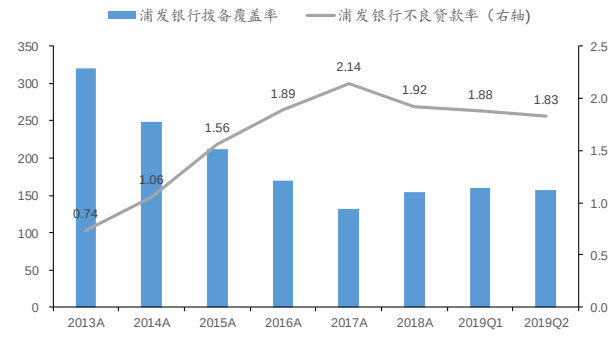
图 4：主要上市股份制行净息差对比



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

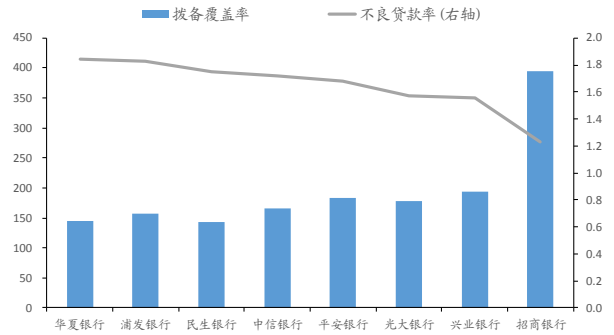
资产质量向好。从不良贷款各项指标来看，资产质量平稳。公司二季度末不良贷款率 1.83%，环比一季度末下降 5BP；拨备覆盖率 156.51%，环比下降 3.55 个百分点。从两项数据来看，浦发银行资产质量较为稳定，进一步向好发展。横向比较来看，浦发不良率目前尚高于中信、光大。

图 5：浦发银行不良贷款率及拨备覆盖率



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

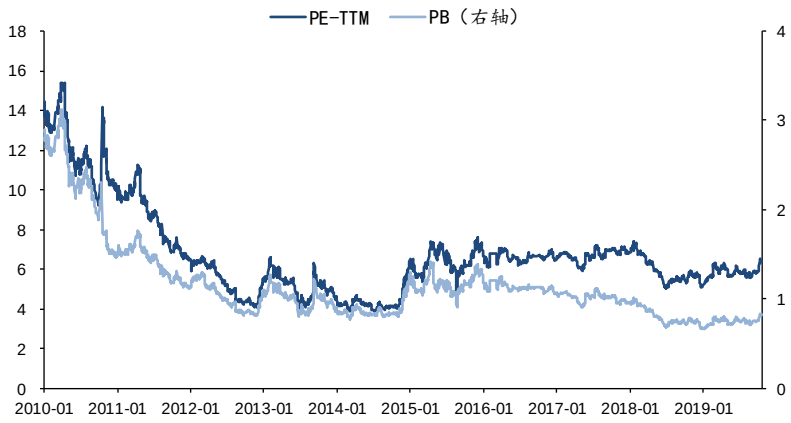
图 6：主要上市股份制行资产质量对比（2019 年中报）



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

估值情况：纵向来看，浦发银行目前 PB（LF）约为 0.83，处于历史较低位置。正股过去 100 周波动率为 20.55%，目前总市值 3775 亿，流通市值约 3614 亿，为存量银行转债中的最大盘正股，近期无解禁压力。

图 7：浦发银行历史估值走势



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

净资产增长保障未来顺利转股。由于正股 PB 目前处于历史低位，安全性较高，未来净资产的持续增厚是股价上涨的稳定基础。谨慎估计下，假设 PB 保持在 0.8 附近不变，以浦发银行过去 10 个季度净资产复合增速 2.97%为基准，则在 2022 年末股价触及赎回线，达成转股目标，耗时约 3.25 年。

表 5：转股耗时的情景测算

	PB 变动区间				
	0.71	**0.75**	**0.79**	**0.83**	**0.87**
股价触及赎回线的时间点	2023-9-30	2023-6-30	2022-12-31	2022-9-30	2022-6-30
耗时（从 2019 年 10 月末起）	4 年	3.75 年	3.25 年	3 年	2.75 年

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 6：未来股价走势的情景测算

股价预测	预测每股净资产	PB 变动区间				
		0.71	0.75	0.79	0.83	0.87
2019-9-30	16.24	11.21	11.83	12.46	13.08	13.70
2019-12-31	16.77	11.54	12.19	12.83	13.47	14.11
2020-3-31	17.27	11.92	12.58	13.25	13.91	14.57
2020-6-30	17.77	12.28	12.96	13.64	14.32	15.00
2020-9-30	18.30	12.63	13.34	14.04	14.74	15.44
2020-12-31	18.77	13.01	13.73	14.45	15.18	15.90
2021-3-31	19.33	13.34	14.09	14.83	15.57	16.31
2021-6-30	19.77	13.74	14.50	15.27	16.03	16.79
2021-9-30	20.36	14.06	14.84	15.62	16.40	17.18
2021-12-31	20.77	14.47	15.28	16.08	16.89	17.69
2022-3-31	21.77	14.77	15.59	16.41	17.23	18.05
2022-6-30	22.77	15.48	16.34	17.20	18.06	18.92
2022-9-30	23.77	16.19	17.09	17.99	18.89	19.79
2022-12-31	24.77	16.90	17.84	18.78	19.72	20.66
2023-3-31	25.77	17.61	18.59	19.57	20.55	21.52
2023-6-30	26.77	18.32	19.34	20.36	21.38	22.39
2023-9-30	27.77	19.03	20.09	21.15	22.20	23.26
2023-12-31	28.77	19.74	20.84	21.94	23.03	24.13

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032