

## 火热的银行转债，火热的参与 ——中信转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**2月27日晚，中信银行股份有限公司发布公告，将于2019年3月4日发行400亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为94.46元，YTM为3.03%。**中信转债期限为6年，债项评级为AAA，票面面值为100元，票面利率第一年0.3%、第二年0.8%、第三年1.5%、第四年2.3%、第五年3.2%、第六年4.0%。到期赎回价格为票面价值的111%，按照中债6年期AAA企业债到期收益率4.04%作为贴现率估算，债底价值为94.46元，纯债对应的YTM为3.03%，债保护性较强。
- **平价为86.58元，下修条款稍显严苛。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为7.45元/股，中信银行2月27日的收盘价为6.45元，对应转债平价为86.58元。中信转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，中信转债未设置有条件回售条款。
- **预计中信转债上市首日价格在111~113元之间。**中信转债债底为94.46元，当前平价为86.58元。债性较高，我们参照同样以偏债形式发行的平银转债，其当前债底为93.81元，纯债溢价率为23.64%。考虑到中信转债是配置价值较高的优质标的，预计纯债溢价率在18%~20%区间，对应的上市首日价格在111~113元。
- **预计网下中签率为0.07%~0.09%。**考虑到中信转债是评级AAA的大盘银行转债，具有一定配置价值，预计市场参与热情较高，假设网下参与户数为3,000~4,000户，则网下中签率为0.07%~0.09%之间。
- **中信转债是目前市场上规模最大的银行转债，加上债底保护性较高，申购安全垫较厚，建议积极参与申购，增加持仓的安全边际。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001  
zhouyue1@gjzq.com.cn

2月27日晚，中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）发布公告，将于2019年3月4日发行400亿元可转债，本次募集资金将用于支持未来业务发展，按照相关监管要求用于补充本行核心一级资本。以下我们对中信转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、中信转债基本要素分析

债底为 94.46 元，YTM 为 3.03%。中信转债期限为 6 年，债项评级为 AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年 0.3%、第二年 0.8%、第三年 1.5%、第四年 2.3%、第五年 3.2%、第六年 4.0%。到期赎回价格为票面面值的 111%（含最后一期年度利息），按照中债 6 年期 AAA 企业债到期收益率（2019/2/27）4.04%作为贴现率估算，债底价值为 94.46 元，纯债对应的 YTM 为 3.03%，债保护性较强。

平价为 86.58 元，下修条款稍显严苛。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价格为 7.45 元/股，中信银行（600522.SH）2月27日的收盘价为 6.45 元，对应转债平价为 86.58 元。中信转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，中信转债未设置有条件回售条款。

图表 1：中信转债基本信息梳理

	具体内容
转债名称/代码	中信转债/601998.SH
发行规模	400 亿元
发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
票面利率	第一年 0.3%、第二年 0.8%、第三年 1.5%、第四年 2.3%、第五年 3.2%、第六年 4.0%
到期赎回价格	票面面值的 111%（含最后一期年度利息）
存续期	自发行之日起 6 年
转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日~转债到期日
主体/债项评级/担保	AAA/AAA/无
初始转股价格	7.45 元/股
募集资金用途	支持未来业务发展，按照相关监管要求用于补充本行核心一级资本
下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。
重要条款	在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
有条件赎回条款	

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 10.97%。若按中信银行（601998.SH）初始转股价 7.45 元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为 10.97%和 11.48%，稀释程度一般。

图表 2：中信转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-2-28	T-2	刊登《募集说明书》及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-3-01	T-1	网上路演、原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 前提交《网下申购表》等相关文件
2019-3-04	T	刊登《发行提示性公告》、原股东优先配售（缴付足额资金）网上申购（无需缴付申购资金）
2019-3-05	T+1	刊登《网上中签率及网下配售结果公告》进行网上申购摇号抽签
2019-3-06	T+2	刊登《网上中签结果公告》网上中签缴款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的转债认购资金）；网下申购投资者根

日期	交易日	发行事项安排
		据配售金额于 17:00 前完成补缴款（如申购保证金低于配售金额）
2019-3-07	T+3	保荐机构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
2019-3-08	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

**预计中信转债上市首日价格在 111~113 元之间。**中信转债债底为 94.46 元，当前平价为 86.58 元。债性较高，我们参照同样以偏债形式发行的平银转债，其当前债底为 93.81 元，纯债溢价率为 23.64%。考虑到中信转债是配置价值较高的优质标的，预计纯债溢价率在 18%~20% 区间，对应的上市首日价格在 111~113 元。

**预计配售比例在 70% 左右。**中国中信有限公司（以下简称“中信有限”）持有公司 84.98% 的 A 股普通股股份，系公司的实际控制人，中信有限将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于 263.88 亿元，占总发行规模的 65.97%，我们预计股东配售比例在 70% 左右，那么网上网下申购投资者可申请规模为 120 亿左右。

**预计网下中签率为 0.07%~0.09%。**中信转债总申购金额为 400 亿元，若配售比例为 70%，那么可供网上网下投资者申购的金额约为 120 亿元。根据发行公告，原 A 股普通股股东优先配售后余额部分网下发行和网上发行预设的发行数量比例为 90% 和 10%。考虑到中信转债是评级 AAA 的大盘银行转债，具有一定配置价值，预计市场参与热情较高，假设网下参与户数为 3,000~4,000 户，平均单户申购金额为 40 亿元，则网下中签率为 0.07%~0.09% 之间。

**中信转债是目前市场上规模最大的银行转债，加上债底保护性较高，申购安全垫较厚，建议积极参与申购，增加持仓的安全边际。**

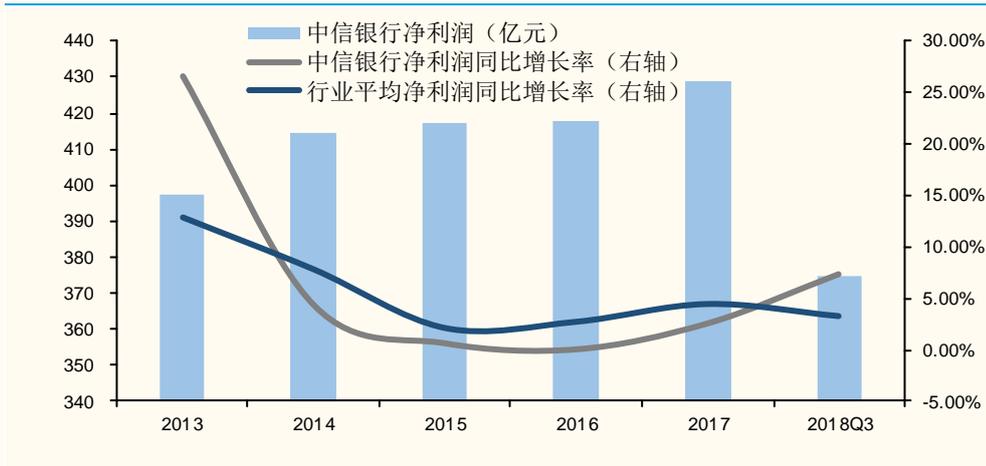
## 3、正股基本面分析

中信银行是国内改革开放中较早成立的新兴商业银行之一，也是中国最早参与国内外金融市场融资的商业银行。作为国内资本实力较为雄厚的商业银行，其综合竞争能力较强。

中信银行坚持以客户为中心的经营理念。对企业和机构客户，向向其提供公司银行业务、国际业务、金融市场业务、机构业务、投资银行业务、同业业务、托管业务等综合金融解决方案；对个人客户，向其提供一般零售银行、信用卡、消费金融、财富管理、私人银行、出国金融、电子银行等多元化金融产品及服务。

**净利润增速有望改善。**近年，在利率市场化进程加速，商业银行利差收窄的背景下，中信银行的净利润增速有所放缓，略低于行业平均水平。但 16 年以来，其净利润增速呈上升态势，业绩有望改善截至 2018Q3，中信银行净利润为 374.72 亿元，同比增长 7.39%，增速高于行业平均水平。

图表 3：中信银行净利润及其同比增长率

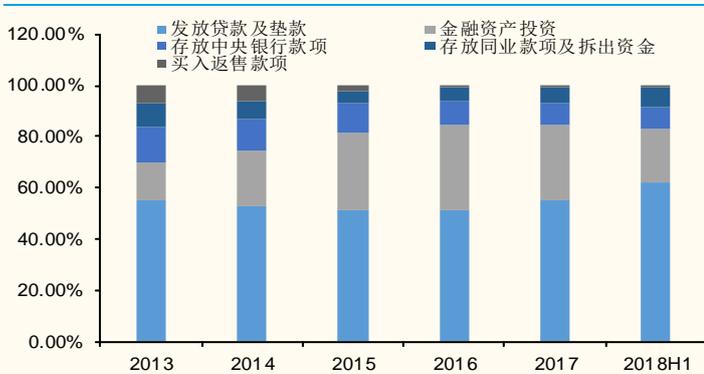


来源：Wind，国金证券研究所

**生息资产结构稳定，净息差有所下降。**从近三年生息资产的结构中可以看到，发放贷款及垫款占比有所增加，2016-2018H1 占比分别为 51.56%、55.14%和 62.45%；金融资产投资占比有所下降，2016-2018H1 占比分别为 33.36%、29.26%和 20.55%。这与中信银行的市场策略有一定关系，整体来看生息资产结构稳定，波动较小。

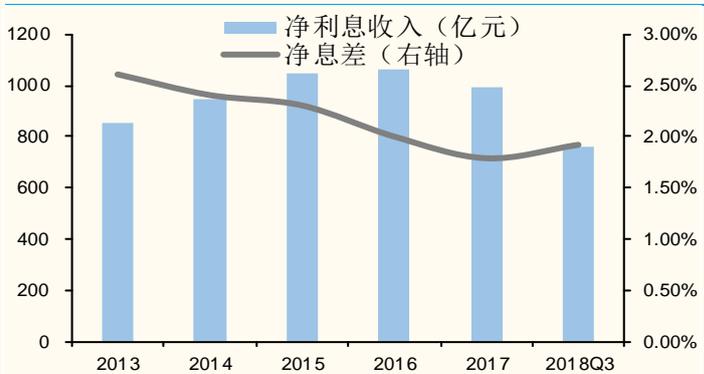
近几年，受市场行情影响，中信银行的净息差有所下降，盈利能力受到一定影响。截至 2018Q3，其净息差为 1.92%，同期的招商银行、浦发银行、兴业银行、民生银行、光大银行、平安银行的净息差分别为 2.54%、2.28%、2.09%、1.65%、1.68%、2.29%。

图表 4：中信银行生息资产结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：中信银行利息净收入及净息差

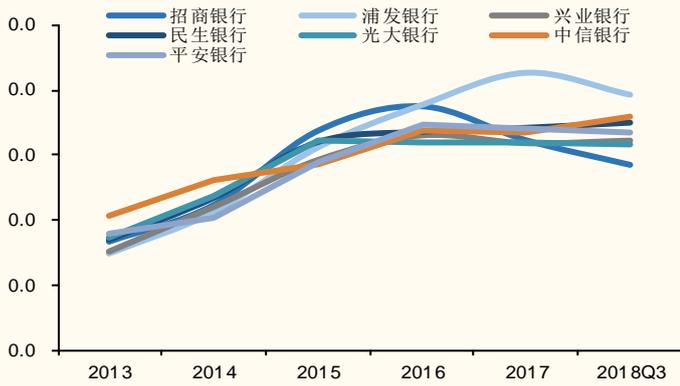


来源：Wind，国金证券研究所

**不良贷款率适中，拨备覆盖率偏低。**根据《商业银行主要监管指标情况表（季度）》显示，截至 2018Q3，商业银行总体不良贷款率为 1.87%，中信银行不良贷款率为 1.79%，略低于行业平均水平。同期的招商银行、浦发银行、兴业银行、民生银行、光大银行、平安银行不良贷款率分别为 1.42%、1.97%、1.61%、1.75%、1.58%、1.68%。

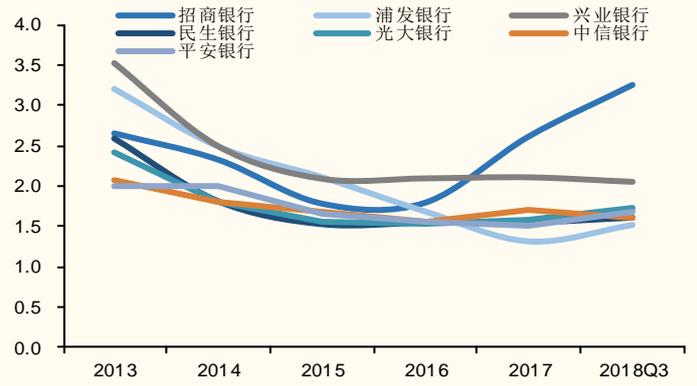
拨备覆盖率是衡量了银行的风险承受能力，拨备覆盖率越高，银行的风险承受能力越强。中信银行的拨备覆盖率较低。截至 2018Q3，其拨备覆盖率为 160.95%，同期的招商银行、浦发银行、兴业银行、民生银行、光大银行、平安银行拨备覆盖率分别为 325.98%、152.60%、206.27%、161.68%、172.65%、169.14%。

图表 6：中信银行及股份制商业银行不良贷款率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：中信银行及股份制商业银行拨备覆盖率



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH