

## 金陵毓秀，钟阜龙蟠 ——紫银转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**7月20日晚，紫金银行发布公告，将于2020年7月23日发行45亿元可转债，对此我们进行简要分析，结论如下：
- **当前债底估值（全价）为90.1元，YTM为2.52%。**紫银转债期限为6年，债项评级为AA+（联合），票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为0.20%/0.60%/1.20%/1.80%/2.00%/2.50%。到期赎回价格为票面价值的110%（含最后一期利息），按照中债6年期AA+企业债到期收益率（2020/7/20）4.36%作为贴现率估算，纯债价值为90.1元，纯债对应的YTM为2.52%，债底保护较好。
- **当前平价为98.95元，下修条款中规中矩。**转股期为自发行结束之日（2020年7月29日）起满6个月后的第一个交易日（2021年1月29日）至转债到期日（2026年7月22日）止，初始转股价4.75元/股，正股紫金银行7月20日的收盘价为4.7元，对应转债平价为98.95元。紫银转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，下修条款中规中矩。
- **预计紫银转债上市首日价格在108.60~115.06元之间。**按紫金银行最新收盘价测算，当前转债平价为98.95元，略低于面值。综合可比标的，预计上市首日转股溢价率在13%左右，对应的上市价格在108.60~115.06元区间。
- **预计原股东优先配售比例为65.94%。**紫金银行的主要股东包括南京紫金投资集团有限责任公司以及江苏省国信集团有限公司、江苏苏豪投资集团有限公司等，最新持股比例分别为8.96%、7.32%和3.05%。截至目前，暂无股东承诺参与此次优先配售，假设前十大股东80%参与优先配售，其他股东中有60%参与优先配售，预计原股东优先配售比例为65.94%。
- **预计中签率为0.0255%~0.0383%。**紫银转债发行总额为45亿元，预计原股东优先配售比例为65.94%，剩余网上投资者可申购金额为15.33亿元，预计网上有效申购户数中枢为500万户，平均单户申购金额为100万元，预计网上中签率在0.0255%~0.0383%之间。
- **整体来看，紫银转债当前平价略低于面值，拥有高债底支撑，具备一定的吸引力。**紫金银行是南京市较有影响力的区域农商行，定位于服务三农、中小微企业和城乡居民，此次可转债补充核心一级资本金后，能够有效加大对中小微企业的信贷投放，提升公司的业务规模，具有一定的配售价值。预计本次转债打新收益可观，建议积极参与一级申购。
- **风险提示：**不良贷款风险、流动性风险、正股业绩不及预期等。

周岳

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

7月20日晚，江苏紫金农村商业银行股份有限公司（以下简称“紫金银行”）发布公告，将于2020年7月23日发行45亿元可转债，此次募集资金扣除发行费用后将用于补充核心一级资本。以下我们对紫银转债的申购价值进行简要分析，以供投资者参考。

### 1、紫银转债基本要素分析

图表 1：紫银转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2020/7/21	T-2	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》；
2020/7/22	T-1	1、网上路演； 2、原股东优先配售股权登记日。
2020/7/23	T	1、刊登《发行提示性公告》； 2、原无限售条件股东优先配售（缴付足额资金），原有限售条件股东优先配售认购日（11:30前提交认购资料，缴纳认购资金）； 3、网上申购（无需缴付申购资金）； 4、确定网上中签率。
2020/7/24	T+1	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》； 2、网上申购摇号抽签。
2020/7/27	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》； 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在T+2日日终有足额认购资金）。
2020/7/28	T+3	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额。
2020/7/29	T+4	刊登《发行结果公告》。

来源：Wind，国金证券研究所

当前债底估值（全价）为 90.1 元，YTM 为 2.52%。紫银转债期限为 6 年，债项评级为 AA+（联合），票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为 0.20%/0.60%/1.20%/1.80%/2.00%/2.50%。到期赎回价格为票面面值的 110%（含最后一期利息），按照中债 6 年期 AA+ 企业债到期收益率（2020/7/20）4.36% 作为贴现率估算，纯债价值为 90.1 元，纯债对应的 YTM 为 2.52%，债底保护较好。

当前平价为 98.95 元，下修条款中规中矩。转股期为自发行结束之日（2020 年 7 月 29 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2021 年 1 月 29 日）至转债到期日（2026 年 7 月 22 日）止，初始转股价 4.75 元/股，正股紫金银行 7 月 20 日的收盘价为 4.7 元，对应转债平价为 98.95 元。紫银转债的下修条款为：15/30，80%，有条件赎回条款为：15/30，130%，下修条款中规中矩。

图表 2：紫银转债基本信息梳理

	具体内容	
转债信息	转债名称/代码	紫银转债/ 113037.SH
	发行规模	45 亿元
	发行方式	原股东优先配售，余额部分（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行。
	票面利率	第一年 0.20%、第二年 0.60%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.00%、第六年 2.50%
	到期赎回价格	票面面值的 110%（含最后一期利息）
	存续期	自发行之日起 6 年
	转股期	自发行结束之日（2020 年 7 月 29 日）起满 6 个月后的第一个交易日（2021 年 1 月 29 日）至转债到期日（2026 年 7 月 22 日）止
	主体/债项评级/担保	AA+（联合）/AA+（联合）/无
初始转股价格	4.75 元/股	

	募集资金用途	补充核心一级资本
	主承销商	中信建投证券股份有限公司、国盛证券有限责任公司
重要条款	下修条款	15/30, 80%
	有条件赎回条款	15/30, 130%
	有条件回售条款	无

来源: Wind, 国金证券研究所

总股本稀释率为 **25.88%**。若按紫银转债初始转股价计算, 转债发行对总股本和流通盘的稀释率分别为 25.88%和 54.58%, 对股本造成的摊薄压力较大。

## 2、投资申购建议

预计紫银转债上市首日价格在 **108.60~115.06 元** 之间。按紫金银行最新收盘价测算, 当前转债平价为 98.95 元, 略低于面值。

- 1) 参照平价和评级可比标的华安转债、湖广转债和九州转债, 当前转股溢价率分别为 18.4%、13.93%和 18.10%;
- 2) 参照同属农商行板块的江银转债、无锡转债和苏农转债, 当前转股溢价率分别为 9.54%、7.60%和 18.57%;
- 3) 参考近期上市的道恩转债、天创转债和巨星转债, 上市首日转股溢价率分别为 3.08%、33.89%和 8.63%;
- 4) 正股估值当前处于历史 65%分位, 高于行业平均水平;

综合可比标的, 预计上市首日转股溢价率在 13%左右, 对应的上市价格在 108.60~115.06 元区间。

图表 3: 紫银转债上市价格敏感性分析

转股溢价率	对应正股价格	转股溢价率				
		11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
-5%	4.47	104.34	105.28	106.22	107.16	108.10
-2%	4.61	107.63	108.60	109.57	110.54	111.51
-1%	4.65	108.73	109.71	110.69	111.67	112.65
0%	4.70	109.83	110.82	111.81	112.80	113.79
1%	4.75	110.93	111.93	112.93	113.93	114.93
2%	4.79	112.03	113.04	114.05	115.06	116.07
5%	4.94	115.32	116.36	117.40	118.44	119.48

来源: Wind, 国金证券研究所

预计原股东优先配售比例为 **65.94%**。紫金银行的主要股东包括南京紫金投资集团有限责任公司以及江苏省国信集团有限公司、江苏苏豪投资集团有限公司等, 最新持股比例分别为 8.96%、7.32%和 3.05%。截至目前, 暂无股东承诺参与此次优先配售, 假设前十大股东 80%参与优先配售, 其他股东中有 60%参与优先配售, 预计原股东优先配售比例为 65.94%。

预计中签率为 **0.0255%~0.0383%**。紫银转债发行总额为 45 亿元, 预计原股东优先配售比例为 65.94%, 剩余网上投资者可申购金额为 15.33 亿元, 预计网上有效申购户数中枢为 500 万户, 平均单户申购金额为 100 万元, 预计网上中签率在 0.0255%~0.0383%之间。

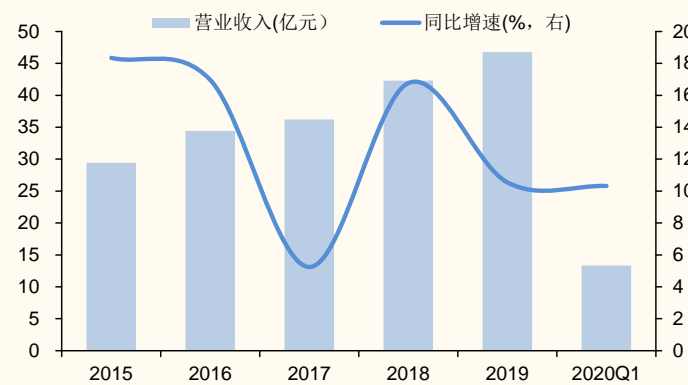
整体来看，紫银转债当前平价略低于面值，拥有高债底支撑，具备一定的吸引力。紫金银行是南京市较有影响力的区域农商行，定位于服务三农、中小微企业和城乡居民，此次可转债补充核心一级资本金后，能够有效加大对中小微企业的信贷投放，提升公司的业务规模，具有一定的配售价值。预计本次转债打新收益可观，建议积极参与一级申购。

### 3、正股基本面分析

紫金银行是 2011 年由市区联社、江宁联社、六合联社和浦口联社合并改制组建的股份制银行，总部位于江苏省南京市，2019 年在上交所上市。截至 2019 年，银行下设分支机构 133 家，其中：总行营业部 1 家、分行 3 家、一级支行 7 家、科技支行 1 家、二级支行 121 家，营业网点覆盖南京城区、郊区、农区及扬州、镇江地区，主要集中于南京市内。

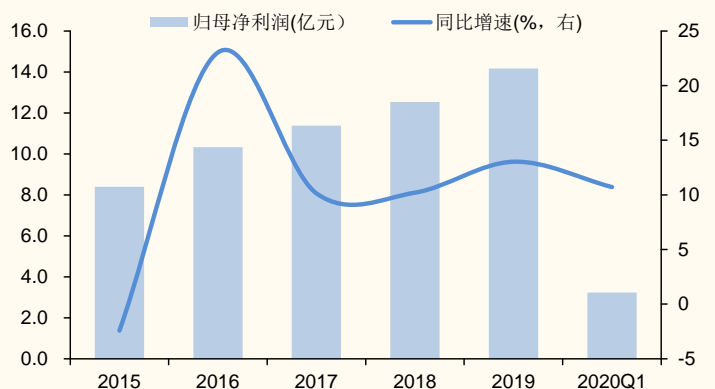
**营收和净利润平稳增长。**2019/2020Q1 公司分别实现营收 46.75 亿元/13.34 亿元，同比增长 10.54%/10.32%；实现归母净利润 14.17 亿元/3.23 亿元，同比增长 13.03%/10.71%，营收和净利保持稳健持续增长。盈利能力方面，2020Q1 公司净利率为 24.20%，在江苏省农商行中处于较低水平。

图表 4：紫金银行历年营收及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：紫金银行历年归母净利润



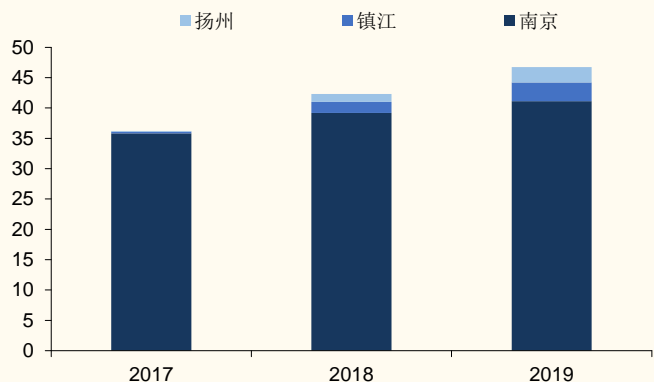
来源：Wind，国金证券研究所

**南京地区经济发达助力银行稳健发展。**紫金银行是一家南京地区的本土银行，在南京地区网点覆盖面广，接近 90% 的收入来自南京市。南京市地处我国经济最为发达的长江三角洲地区，是江苏省的政治、经济、文化中心。2019 年南京市继续保持良好的发展势头，全年实现国内生产总值 1.4 万亿元，同比增长 7.80%。南京市的金融市场发展态势亦良好，2019 年南京市金融业增加值同比增长 8.5%，金融机构本外币存款余额同比增长 2.9%，金融机构本外币各项贷款余额同比增长 15.6%。受益于南京市经济水平的快速发展，以及自身的努力经营，公司各项业务平稳发展，资产质量不断改善，品牌知名度不断提高，已成为南京地区服务网络最广的本土金融机构。

**“服务三农、服务中小、服务城乡”是银行的定位。**作为地方农商行，紫金银行自成立以来始终立足“服务三农、服务中小、服务城乡”的市场定位，以区域内城乡居民、农业龙头企业、中小企业为目标客户，充分发挥点多面广、决策链短、高效灵活的体制机制优势，深入南京城镇化进程，主动对接地区产业转型升级，坚持服务地方实体经济的发展。公司的核心业务包括公司业务、个人业务及资金业务。其中公司客户具有以下特征：第一，从规模来看，主要为中小微型企业；第二，从所有制性质来看，主要为民营企业；第三，从与农业的关联关系来看，涉农企业占比保持一定水平。公司业务是紫金银行的重要收

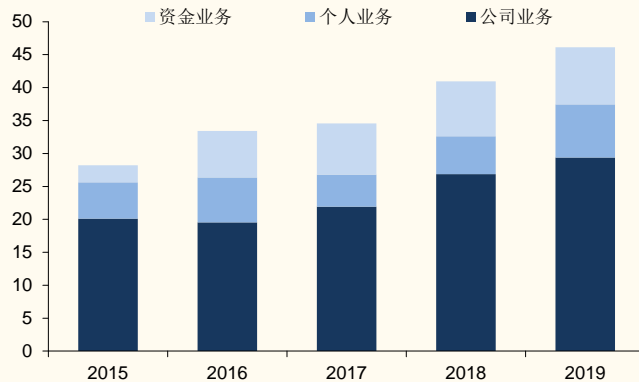
入来源，2019 年公司业务/个人业务/资金业务的营收占比分别为 62.84%/17.29%/18.54%。

图表 6：紫金银行营业收入结构-按地区（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

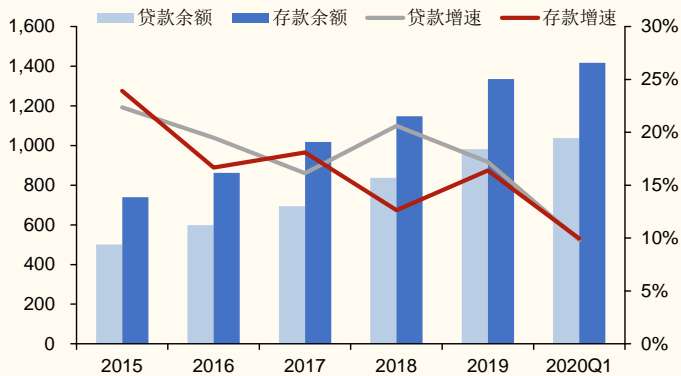
图表 7：紫金银行营业收入结构-按业务（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

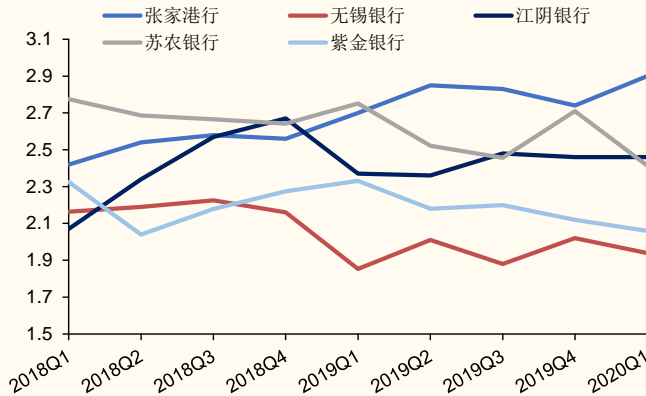
**盈利能力位于江苏省农商行中等水平。**盈利能力方面，截止 2020 年一季度，紫金银行吸收存款余额 1417.05 亿元，发放贷款和垫款余额 1036.97 亿元。2015 年以来公司存款和贷款余额均呈现持续增长，增速在江苏省农商行中处于前列，但逐年下降。此外，2019 年以来，紫金银行的净息差持续下行，2020Q1 净息差为 2.06%，较 2019Q1 下滑了 27BP。公司的净息差在江苏省农商行中处于中位水平。

图表 8：紫金银行存贷款余额（单位：亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

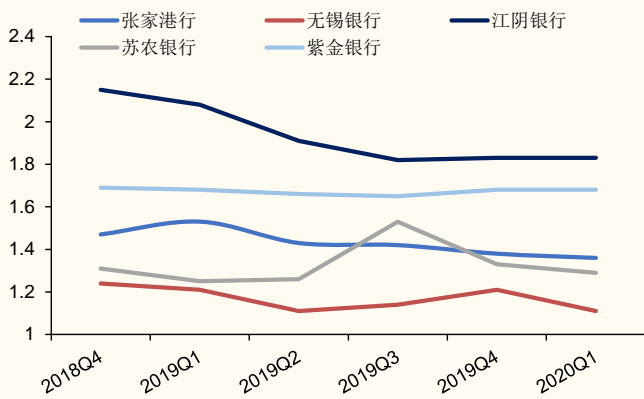
图表 9：紫金银行净息差同业对比（单位：%）



来源：Wind，国金证券研究所

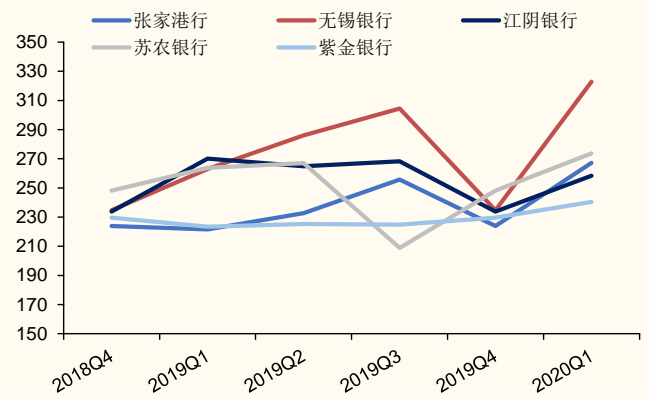
**资产质量有待提高。**资产质量方面，紫金银行的不良贷款率保持较稳定，2020Q1 公司的不良贷款率为 1.68%，同比 2019Q1 持平；拨备覆盖率有所提高，2020Q1 拨备覆盖率为 240.5%，较 2019Q1 提高 17BP，但横向对比，不良贷款率高于江苏省农商行平均水平，拨备覆盖率处于省内同业较低水平，整体资产质量有待提高。

图表 10: 紫金银行不良贷款率同业对比 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 紫金银行拨备覆盖率同业对比 (单位: %)



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4、风险提示

不良贷款风险、流动性风险、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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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