



紫银转债投资价值分析

报告日期： 2020-07-27

分析师：邹坤

执业证书号： S0010520040001

邮箱： zoukun@hazq.com

紫银转债于7月23日网上申购。初始转股价4.75元/股，发行期限为6年，拟募集资金45亿元。截止7月22日，紫金银行总市值为176.45元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的25.50%，对原股东股权的稀释程度较大。

紫银转债条款保持中规中矩。按照2020年7月22日中债6年AA+级企业债到期收益率4.2478%计算，债底价值为90.65元。按照2020年7月22日的紫金银行收盘价4.82元/股计算，初始平价为101.47元，平价溢价率为-1.45%。

紫银转债上市价格在112元左右。综合考虑公司的基本面情况、信用评级情况，以及同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计紫银转债的转股溢价率在8%到12%之间。通过相对价值法得到的结果在98元到125元之间，我们认为其上市价格在112元左右。

公司坚守“服务三农、服务中小、服务城乡”市场定位，积极落实新三年发展规划。公司深耕南京本土，服务城乡居民，积极服务实体经济，践行普惠金融，积极发挥地方金融主力军的作用，同时积极融入“宁镇扬一体化”战略部署。

公司信贷资产质量持续改善，风险管控体系全面强化。公司坚守风险底线，从治理到管理、从政策到操作、从内控到审计、从合规到问责，全面风险管控体系持续完善、不断强化，风险偏好和风险限额体系进一步优化。

公司创新转型初显成效，业务亮点频现。2019年，公司创新业务亮点频现，在普惠金融业务方面，网络金融业务方面，银行卡业务方面，公司业务方面推出多款具有较好市场反响的新产品。

公司顺利登陆A股主板市场，品牌形象不断提升。2019年紫金银行上市，成为全国首家省会城市上市农商行、省内首家资产规模突破2000亿上市农商行。上市以来，公司股票受到资本市场高度关注，被纳入上证180指数样本股。

从公司财务数据来看，公司近年来业绩保持增长，净利润稳步提升；目前盈利水平在可比公司平均水平之下，公司资产负债率在行业处于平均水平之上，核心一级资本充足率有所提升。

风险提示： 资产质量恶化；负债成本大幅抬升

目 录

1 发行安排.....	3
2 主要条款及分析.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股基本面分析.....	4

图表目录

表 1: 紫银转债发行认购时间表.....	3
表 2: 紫银转债主要条款.....	3
表 3: 债性、股性指标.....	4
表 4: 相对价值法下, 预测紫银转债上市价格.....	4
图 1: 公司网点结构体系.....	5
图 2: 2018-2019 年营业收入分区域构成 (亿元)	5
图 3: 2016-2020Q1 公司贷款五级分类情况	5
图 4: 2016-2020Q1 公司不良贷款情况	5
图 5: 2019 年公司贷款投放行业分布占比.....	6
图 6: 2016-2019 年营业收入分业务构成 (亿元)	6
图 7: 区域性银行资产规模(亿元)及增长率	7
图 8: 区域性银行归母净利润(亿元)及增长率	7
图 9: 2014-2020Q1 公司营业收入情况 (亿元)	7
图 10: 2014-2020Q1 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 11: 2017-2020 Q1 公司每股收益情况.....	8
图 12: 2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况	8
图 17: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况	8
图 18: 2017-2020 Q1 可比公司资本充足率情况	8

1 发行安排

表 1：紫银转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	7月21日	刊登《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	7月22日	原A股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	7月23日	发行首日；刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上中签率
T+1	7月24日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
T+2	7月27日	刊登《网上中签结果公告》；网上申购中签缴款
T+3	7月28日	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
T+4	7月29日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

资料来源：Wind、华安证券研究所

截止2020年7月23日，紫银转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》、《发行提示性公告》。

截止7月22日，紫金银行总市值为176.45元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的25.50%，对原股东股权的稀释程度较大。

2 主要条款及分析

紫银转债条款保持中规中矩。按照2020年7月22日中债6年AA+级企业债到期收益率4.2478%计算，债底价值为90.65元。按照2020年7月22日的紫金银行收盘价4.82元/股计算，初始平价为101.47元，平价溢价率为-1.45%。

表 2：紫银转债主要条款

项目	内容
转债名称	紫银转债
债券代码	113037.SH
主体及债项评级	AA+/AA+（联合评级）
发行规模	45亿
存续期	6年（2020年07月23日至2026年07月23日）
票面利率	0.20%，0.60%，1.20%，1.80%，2.00%，2.50%
转股价格	4.75元/股
转股期	2021年01月29日至2026年07月22日
向下修正条款	存续期内，15/30，80%
赎回条款	（1）到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的110%（含最后一期利息）赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含130%）；未转股余额少于3000万元（含3000万元）
回售条款	若本次发行可转债募集资金运用的实施情况与本行在募集说明书中的承诺相比出现变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向本行回售本次发行的可转债的权利。

项目	内容
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	90.65	平价	101.47
底价溢价率	10.31%	平价溢价率	-1.45%

资料来源：Wind、华安证券研究所

3 上市价格预测

根据 2020 年 07 月 22 日的收盘价，紫银转债初始平价为 101.47 元。综合考虑公司的基本面情况和近期整体转债市场的行情，我们估计紫银转债的转股溢价率在 8% 到 12% 之间。通过相对价值法得到的结果在 98 元到 125 元之间，我们认为其上市价格在 112 元左右。

表 4：相对价值法下，预测紫银转债上市价格

转股溢价率/ 正股价	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%
4.34	98.63	99.55	100.46	101.37	102.29
4.58	104.11	105.08	106.04	107.00	107.97
4.82	109.59	110.61	111.62	112.64	113.65
5.06	115.07	116.14	117.20	118.27	119.33
5.30	120.55	121.67	122.78	123.90	125.02

资料来源：Wind、华安证券研究所

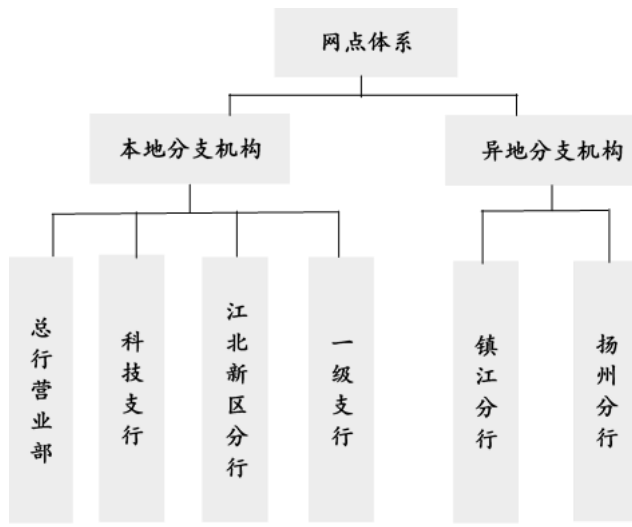
4 正股基本面分析

江苏紫金农村商业银行股份有限公司成立于 2011 年 3 月 25 日，于 2019 年 01 月 03 日在上海证券交易所上市。紫金农商银行注册资本 22 亿元，现有从业人员 2000 余人，营业网点 122 个，在南京市范围形成规范、完善的金融服务网络。公司经营范围包括吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内结算，办理票据承兑与贴现，代理发行、代理兑付、承销政府债券等。公司坚持依法经营，以市场为导向，以客户为中心，实行先进、科学、高效的管理，为社会重点为当地农村经济发展提供优质的金融服务，促进城乡经济的协调发展。2019 年公司首次入围中国银行业协会评选的“中国银行业 100 强榜单”，跻身中银协陀螺评价体系全国城区农商银行第 10 名。荣获“江苏省银行业金融机构小微企业金融服务工作先进单位”，“年度最佳农商银行·金龙奖”，“金蝉奖”社会责任银行奖，“大众证券杯·最佳资本新锐上市公司奖”等专业奖项，品牌知名度不断扩大。

公司法定代表人为张小军。截至 2020 年 3 月 31 日，公司前三大股东分别是南京紫金投资集团有限责任公司（持股 8.96%），江苏省国信集团有限公司（持股 7.32%），江苏苏豪投资集团有限公司（持股 3.05%）。

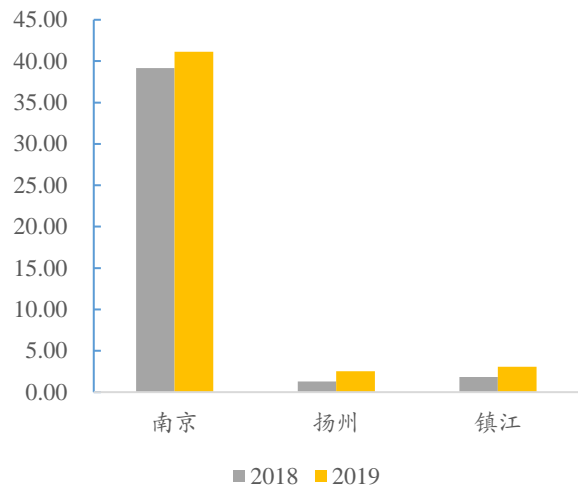
本次公开发行可转债募集资金总额不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元），扣除发行费用后募集资金将用于支持未来业务发展，在可转债转股后按照相关监管要求用于补充本行的核心一级资本。

图 1：公司网点结构体系



资料来源：紫金银行、华安证券研究所

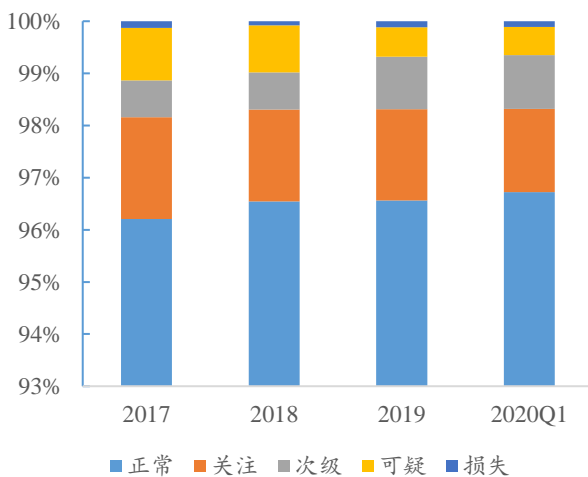
图 2：2018-2019 年营业收入分区域构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

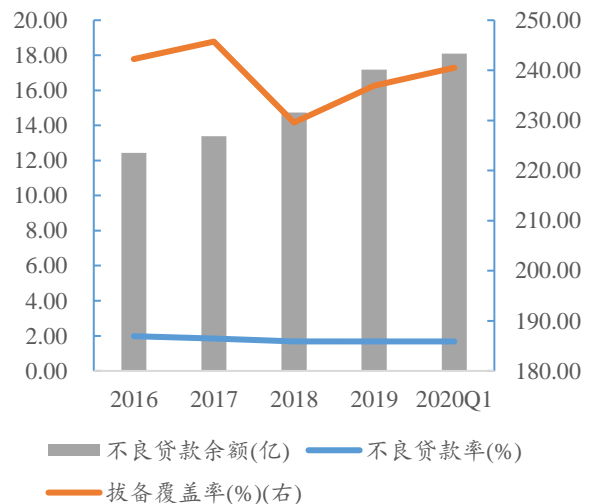
公司坚守“服务三农、服务中小、服务城乡”市场定位，积极落实新三年发展规划。公司深耕南京本土，服务城乡居民，积极服务实体经济，践行普惠金融，积极发挥地方金融主力军的作用，同时积极融入“宁镇扬一体化”战略部署。截止 2019 年底，公司共有 133 家分支机构，包括 1 家营业部，3 家分行，7 家一级支行，1 家科技支行，121 家二级支行，农区、城郊网点完善，实现了全辖镇街物理网点全覆盖。公司深入推进新三年战略规划，不断探索网格化管理与城郊农三区差异化经营模式，有序推进邗江、丹阳两家异地支行筹建，持续放大宁镇扬跨区域协同发展效应。2019 年，扬州、镇江地区营业收入同比增长率分别为 98.30%，66.72%，实现了高增长。

图 3：2016-2020Q1 公司贷款五级分类情况



资料来源：紫金银行、华安证券研究所

图 4：2016-2020Q1 公司不良贷款情况

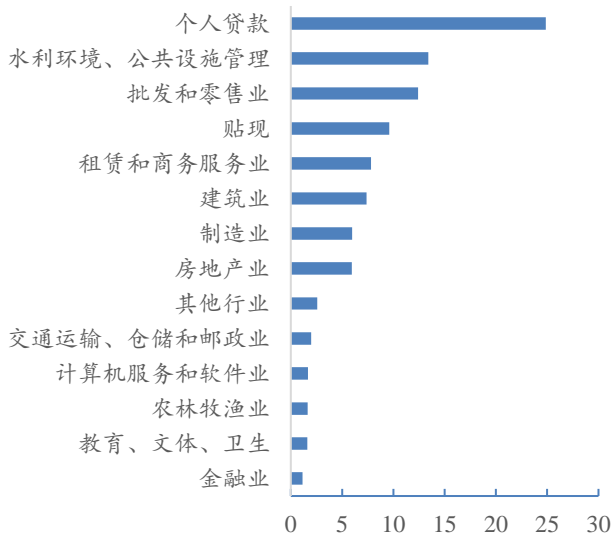


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司信贷资产质量持续改善，风险管控体系全面强化。公司坚守风险底线，从治理到管理、从政策到操作、从内控到审计、从合规到问责，全面风险管控体系持续完善、不断强化，风险偏好和风险限额体系进一步优化。2019 年公司不良贷款率 1.68%，同比下降 0.59%，拨备覆盖率 236.95%，同比增长 3.21%。从贷款五级结构来看，关注和损失类贷款余额有所减少，次级、可疑类贷款余额增加。公司制定“6+1”风险管理

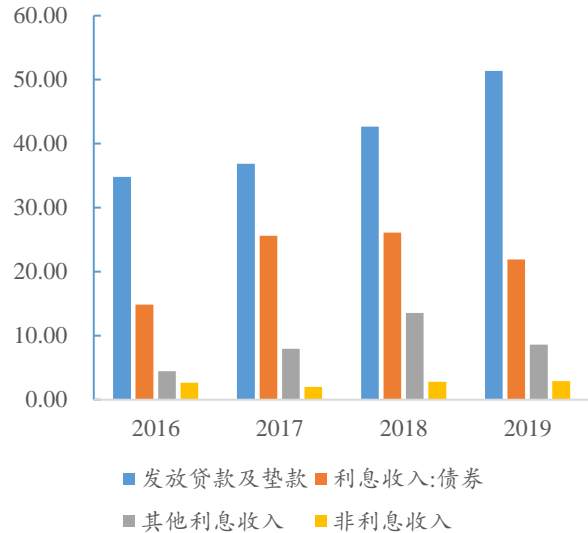
专项实施方案，“大排查、大处置、大提升”行动与“治乱象”主题活动交叉互补，风险隐患和风险苗头深度涤清；建立授信管理主责任人制，三道防线再度夯实；不良问责力度持续加大，风险防控机制有效提升，资产质量全面向好；风控意识与能力不断强化，有效防范和堵截包商银行违约、线上恶意申贷等风险事件。

图 5：2019 年公司贷款投放行业分布占比



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 6：2016-2019 年营业收入分业务构成（亿元）

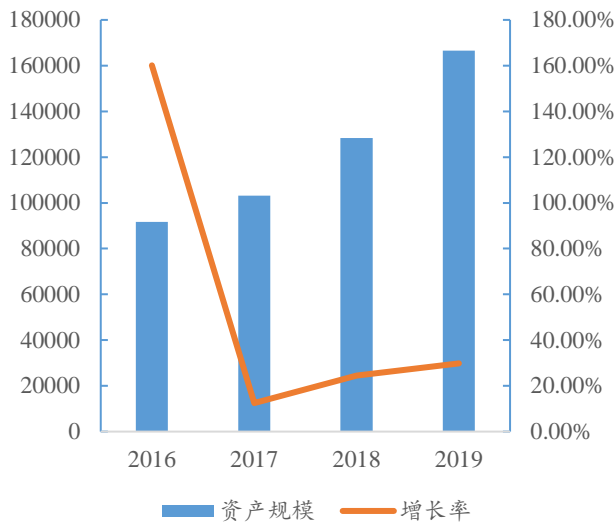


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司创新转型初显成效，业务亮点频现。资产方面，贷款占比 50.64%，同比提高 5.53 个百分点。同业资产占比 39.66%。负债方面，各项存款占比 69.94%，同比提高 6.52 个百分点。主动负债占比 26.26%，同比下降 6.31 个百分点。**贷款方面**，涉农和小微贷款占比 44.21%，同比提高 4.01 个百分点。2019 年，公司创新业务亮点频现，推出多款具有较好市场反响的新产品。**普惠金融业务方面**，推出为政府园区小微企业提供融资服务的“高新补贴贷”产品，结合南京地区中小微企业发展现状，提出“紫金百千筑梦计划”。**网络金融业务方面**，推出“紫金乐 E 贷”贷款产品，实现客户足不出户完成小额贷款全流程办理。推出“视频客服认证”系统，简化业务办理流程，提升客户体验。**银行卡业务方面**，推出“紫金闪付”创新业务，为小微企业主及个体工商户提供优质的收单服务。此外，推出“白领金”分期、“大学生贷记卡”等产品，为银行卡业务的多元化提供有力支撑。**公司业务方面**，推出“村村通”现金管理类产品，提高了农村集体资产财务管理的信息化水平，获得 2019 年南京市金融创新奖励一等奖。

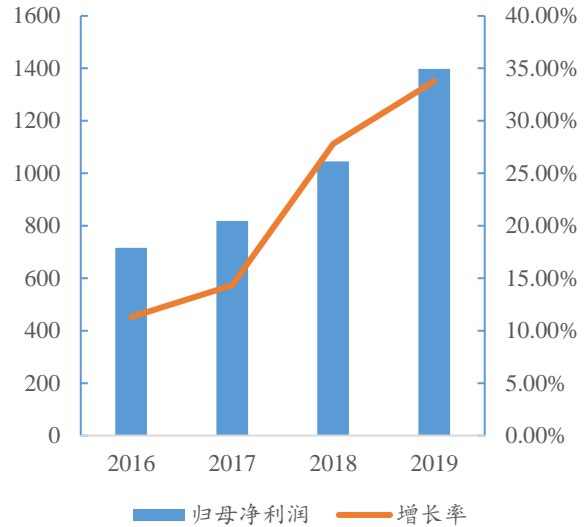
公司顺利登陆 A 股主板市场，品牌形象不断提升。2019 年紫金银行上市，成为全国首家省会城市上市农商行、省内首家资产规模突破 2000 亿上市农商行。上市以来，公司股票受到资本市场高度关注，被纳入上证 180 指数样本股，累计接待各类机构投资者调研 48 家。公司外争上市一流农商行，内争省内农商系统首位度。2019 年，公司首次入围“中国银行业 100 强榜单”，跻身中银协陀螺评价体系全国城区农商银行第 10 名，位列英国《银行家》2019 年全球 1000 强银行榜单第 527 名，较上年上升 48 名，连续 3 年实现进位。荣获“江苏省银行业金融机构小微企业金融服务工作先进单位”、“年度最佳农商行·金龙奖”、“金蝉奖”社会责任银行奖，“大众证券杯·最佳资本新锐上市公司奖”、普惠金融服务和品牌建设“天玑奖”、“全国银行业理财信息登记工作进步奖”等专业奖项，上市银行品牌形象不断提升。

图 7：区域性银行资产规模(亿元)及增长率



资料来源：Wind、华安证券研究所

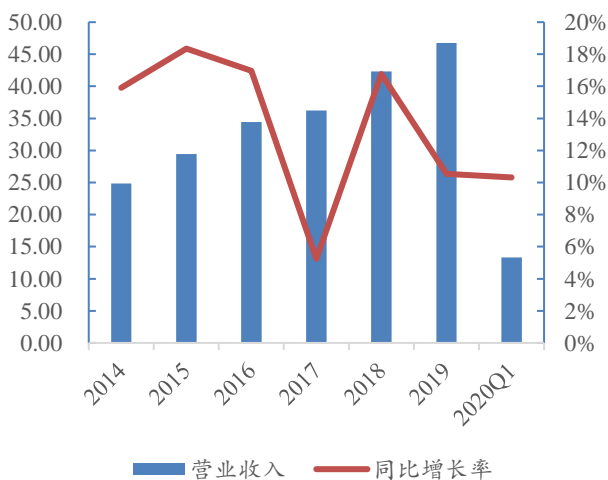
图 8：区域性银行归母净利润(亿元)及增长率



资料来源：Wind、华安证券研究所

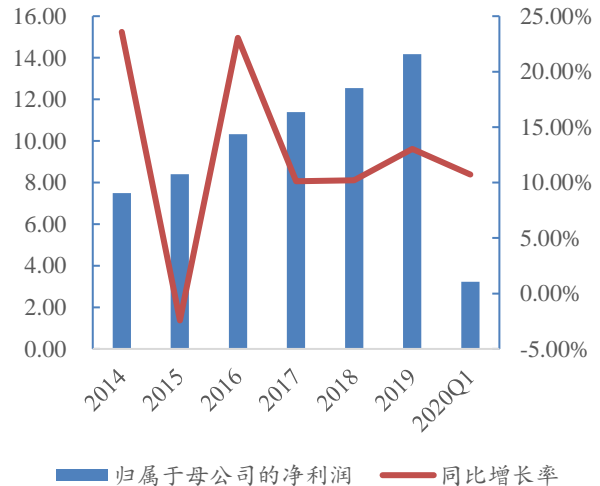
农商行增强金融监管，聚焦普惠领域服务实体经济。2019年，商业银行坚持深化金融供给侧结构性改革，以高质量发展为导向、以服务实体经济为目标，继续增强金融监管，平衡防风险和稳增长。2019年区域性银行整体资产平稳增长，期末资产规模16.67万亿，同比增长29.79%，归母净利润0.14万亿，同比增长率33.78%。2019年，农村商业银行响应服务实体、服务中小企业的国家号召，继续下沉经营管理和服务重心，重点向县域、乡镇及金融服务薄弱地区和群体延伸服务触角，扩大普惠金融服务覆盖面。未来农村商业银行将继续坚守定位、强化治理，把防范化解金融风险与服务实体经济更好地结合起来，全面提高“三农”和小微企业金融服务效率和水平。

图 9：2014-2020Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 10：2014-2020Q1 公司归母净利润情况（亿元）

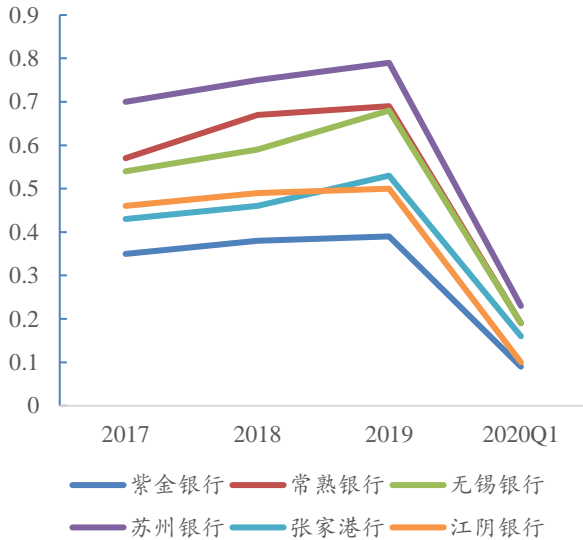


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司近年来业绩保持增长，净利润稳步提升。近年来公司营业收入不断增长，2019年营业收入46.75亿元，同比增长10.54%；归母净利润持续上升，2017-2019年分别为11.38亿元、12.54亿元、14.17亿元。2019年公司加大资产结构调整力度，大零售业务质效双增，储蓄存款总量和增量均稳居全省农商行系统前三，客户倍增行

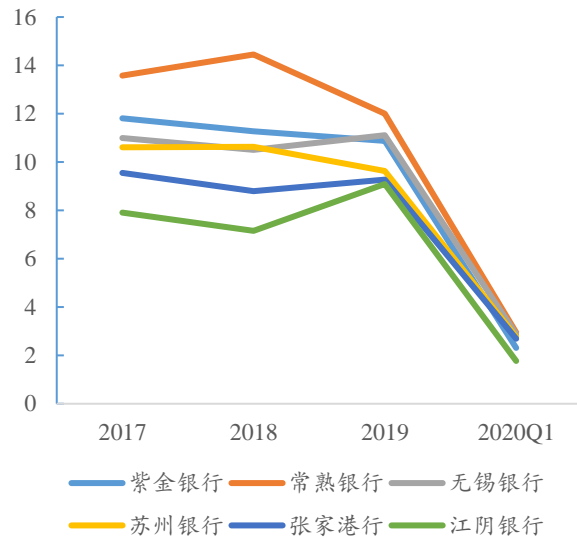
动成效初显，科技文化金融持续发力，惠农快贷、金陵惠农贷等惠农产品跻身南京本地农村市场份额第一梯队。公司在创新转型之中主营业务业绩平稳增长，保证发展量与质同步提升。

图 11: 2017-2020 Q1 公司每股收益情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

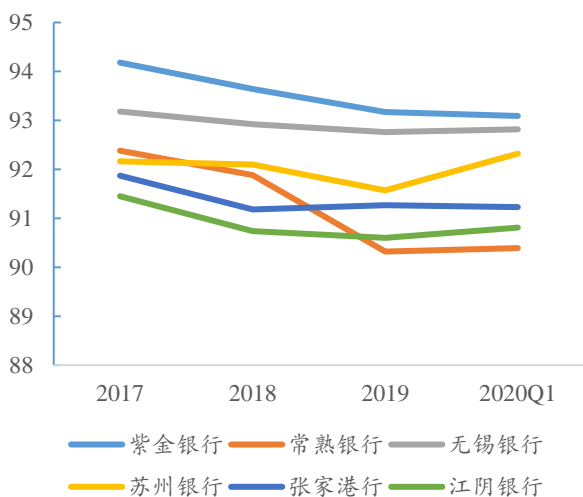
图 12: 2017-2020 Q1 公司净资产收益率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

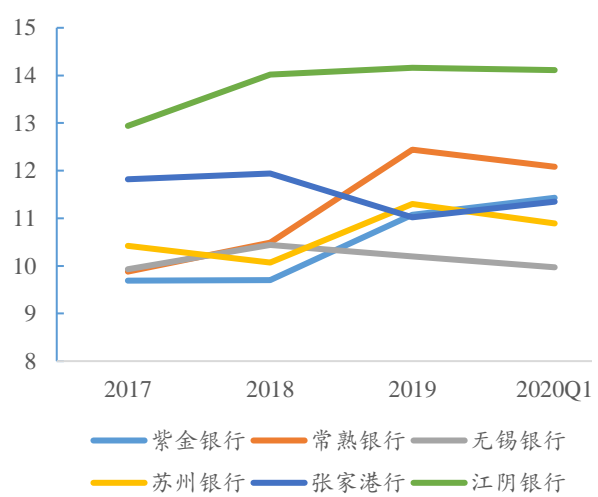
开创转型发展新格局，公司盈利能力有进一步提升空间。截止 2019 年底，公司每股收益为 0.39，在同类公司中位于平均水平之下，净资产收益率 10.88%，2020 年 1 季度受疫情影响有较大幅度的下降。公司目标在 2020 年期末总资产不低于 2113 亿元，全年实现净利润不低于 15.6 亿元，通过创新业务发展与增强风控能力进一步提高盈利水平。

图 13: 2017-2020Q1 可比公司资产负债率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 14: 2017-2020 Q1 可比公司资本充足率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

公司资产负债率在行业处于平均水平之上，核心一级资本充足率有所提升。2017-2020 年 1 季度，公司的资产负债率分别为 94.18%，93.64%，93.17%，93.09%，在可比公司中处于较高水平。同时公司核心一级资本充足率逐年提升，2019 年达 11.43%，

高于标准值 7.5%，在可比公司中位于平均水平之上，体现公司在治理能力、风控能力方面更加严格。本次公司公开发行不超过 45 亿元的 A 股可转换公司债券，在转股后按照相关监管要求计入核心一级资本，将进一步提高公司的风险管理水平，防范系统性风险。



重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。