

2010 年 01 月 24 日

市场数据(人民币)

市价(元)	4.16
已上市流通A股(百万股)	177,818.90
流通港股(百万股)	76,020.25
总市值(百万元)	1,055,970.91
年内股价最高最低(元)	4.72/3.03
沪深 300 指数	3366.20
上证指数	3128.59
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《外币资产减值回拨开始》，2009.10.30
- 2 《中报点评》，2009.8.28

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjing@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中国银行 (601988.SH)

——正股因转债含权，转债方案对股价影响正面


基本结论

- **事件：中国银行董事会通过了发行新股一般性授权议案，发行 A 股及/或 H 股规模不超过当前已发行的 A 股及/或 H 股各自总面值的 20%。**
 - ◆ A 股拟发行不超过 400 亿元 A 股可转债（包含在 A 股新发股份 20% 的授权中）。转债期限为 6 年，票面利率不超过 3%，**转股期为转债发行结束满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止**，初始转股价格不低于公布募集说明书之日前二十个交易日 A 股股票均价。**转债在转股前，可计入附属资本，转股后计入核心资本。**
 - ◆ H 股已经向有关监管机构进行了初步咨询，但行使一般性授权发行新 H 股的可能性及时间均未确定。
- **我们的观点：1) 对中行股价影响偏正面：控股股东放弃优先认购导致其他 a 股流通股东优先配售比例非常高，如果股价不发生大的波动，持有中行正股的 a 股流通股东将有较高的无风险套利机会；2) 难以短期内起到补充核心资本的作用：由于转债隐含了认购期权，转债价值会高于转债转股后的股票+债券价值，因此即便转股期到达也很难有人转股（宁可卖债）。400 亿转债很难达到补充核心资本的目的，核心资本的补充还得依赖 H 股。**
 - ◆ **控股股东放弃优先配售权是让利于 a 股其他流通股东。**公告称“本次发行的可转债以不低于 50% 的比例向除控股股东以外的原 A 股股东实行优先配售”，如果 H 股股东不参与 a 股转债配售，那么实际上 a 股控股股东以外的 65 亿流通股东就可以享受超过 200 亿转债优先配售权，每股可以优先获配超过 3 元面值债券。
 - ◆ **据国金转债研究员测算，中行转债上市初期的价格应在 120-130 左右，3 元面值的配售就能无风险获利 0.6 - 0.9 元，按上周五收盘价 4.15 算，收益颇高。当然这种套利机会往往在证监会可转债过会前后买入正股才最有效，目前转债过证监会还较遥远，期间有股价波动的风险，但对看好银行股的投资者而言是一个很好的额外促进因素。**
 - ◆ **这种债券受市场欢迎，配售不愁。**对于一级申购，上面也提到了申购这类债券的无风险收益率很高；即便在二级市场，这类又有保底又能分享股票市场上涨的债券是债券型基金提高收益率的重要途径。目前转债市场总规模只有约 120 亿元，转债产品供小于求，中行转债规模大，流动性好，会受市场欢迎。
 - ◆ **难以短期内起到补充核心资本的作用。**预计中行 09 年底风险资产为 5 万亿左右，400 亿的可转债可以提高附属资本充足率 0.8% 左右。由于转债隐含了认购期权，转债价值会高于转债转股后的股票+债券价值，因此即便转股期到达也很难有人转股（宁可卖债），400 亿转债很难达到补充核心资本的目的，核心资本补充恐怕仍然要靠 H 股了。
 - ◆ **未尝不是件靴子落地的好事。**中行融资方案出来对 a 股流通市场影响不大，且对中行股价影响偏正面，这可能缓解市场对中行融资的紧张情绪。而且市场会更为相信其他几家大行会采用配股方案，这也是对 a 股

流通市场冲击最小的方案（工行、建行、交行 a 股除汇金、财政部以外的流通股占比仅 5%、4%、26%）。

- ◆ 汇金、财政部放弃中行转债，是否也会放弃参与其他行？汇金、财政部如果不愿意参与融资，大可参与转债配售后，在二级市场卖掉，没有必要简单将汇金、财政部放弃参与转债与汇金、财政部将放弃参与其他行融资简单等同。中行确实在 a 股是如此前传闻的转债方案，而且金额小于预期，我们认为其他行的融资至少不会比预期更差。

■ 盈利预测与投资建议：

- ◆ 我们预计公司 09/10 年 EPS0.29/0.36 元，同比增长 17%/23%。目前估值对应 14.2x09PE/11.6x10PE，1.96x09PB/1.74x10PB。估值水平与工行、建行相似，公司 ROE 较低，息差弹性较弱，我们维持公司的“持有”评级，提示关注可转债对中行短期内“价值”的提升。

附：国金转债研究员刘富兵对中行转债的点评

■ 市场对转债需求旺盛，供不应求局面难以改变

- ◆ 从历史情况来看，转债的参与主体主要有债券型基金、保险机构、平衡型基金及部分股票型基金。从发行情况来看，市场申购资金量较大，中签率较低，09 年甚至出现了一票难求的局面。由下表可以看出，近期发行的转债中签率均在万分之二以下，申购资金都在千亿以上。因此，我们认为，即便此次中行发行转债的量达到了 400 亿，转债市场供不应求的局面仍难以改变。

图表1：历史转债发行中签率、首日溢价情况

名称	发行量	上市日期	首日价格	首日溢价率	原股东申购金额	网上网下申购资金	中签率 (%)
柳化转债	3.07	20060810	107.92	18.50%	1.74	33.21	3.99
华发转债	4.3	20060811	110.5	14.06%	2.08	72.82	3.05
凯诺转债	4.3	20060830	109.62	12.80%	0.95	320.8	1.04
招商转债	15.1	20060911	122	11.68%	13.05	1416.62	0.14
天药转债	3.9	20061110	107.18	-	1.39	339.28	0.74
金鹰转债	3.2	20061206	111.18	17.94%	0.93	51.67	4.4
上电转债	10	20061219	113.79	13.79%	3.38	717.15	0.92
巨轮转债	2	20070119	145.06	6.62%	0.95	192.92	0.55
韶钢转债	15.38	20070302	140.06	9.86%	6.02	988.58	0.95
澄星转债	4.4	20070525	141.94	-	2.67	616.42	0.28
锡业转债	6.5	20070529	167.05	37.91%	3.48	1083.83	0.28
中海转债	20	20070712	128.57	48.12%	2.62	1303.38	1.33
山鹰转债	4.7	20070917	143.54	29.86%	2.24	496.31	0.5
恒源转债	4	20071012	174.91	60.44%	1.72	42.9	5.31
赤化转债	4.5	20071023	162.1	61.19%	3.06	904.23	0.16
大荒转债	15	20071228	135	26.85%	7.01	1496.01	0.53
唐钢转债	30	20071228	151	25.73%	12.5	1418.17	1.23
海马转债	8.2	20080130	119.78	53.86%	2.24	1447.6	0.41
五洲转债	5.4	20080314	118.43	16.03%	0.4	2481.39	0.2
柳工转债	8	20080506	126.9	13.06%	3.78	1067.57	0.39
南山转债	28	20080513	107.52	15.52%	8	996.15	2.01
新钢转债	27.6	20080905	96.5	37.00%	0.98	3384.49	0.79
厦工转债	6	20090911	129.95	43.75%	4.39	1254.87	0.13
西洋转债	2.65	20090921	132.4	26.57%	0.14	1563.12	0.16
龙盛转债	12.5	20090925	122.3	28.51%	5.45	4082.32	0.17
安泰转债	7.5	20091012	136.6	24.95%	5.72	1008.39	0.18
博汇转债	9.75	20091016	127.11	43.96%	6.66	2920.09	0.11
王府转债	8.21	20091030	141.52	42.20%	6.45	1279.59	0.14

来源：公司数据，国金证券研究所

■ 中行转债上市初期价格保守估计最低 120 元

- 首先，从历史上来看，转债上市初期大多数有不错的表现，溢价率也处于较高的水平。自 06 年转债发行重启以来，只有新钢转债上市首日低于发行价，其余转债均高于 100 元的发行价，恒源转债上市首日甚至达到 175 元。即便是新钢转债首日破发，但在以后的交易日里，新钢转债也牢牢的站在了 100 元上方，目前其转债价格为 130，所以申购转债基本上是无风险高收益的。
- 06 年以来，转债的平均上市价格为 130 元，平均溢价率为 28%，因此，从历史情况分析，中行转债上市初期约有 30%的溢价率，转股价格在 130%左右。

图表2：市场转债平均转股溢价率30%以上

	转债价格	转股溢价率
最高	174.91	6.62%
最低	96.5	61.19%
平均	129.66	28.49%

来源：国金证券研究所

- 从转债市场目前的估值水平来看，抛除已宣布赎回的山鹰大荒及转债来说，市场平均转股溢价率也达到了 30.86%。因此从目前溢价率水平来看，中行转债上市初期溢价率应在 30%，价格在 130 元左右。

图表3：市场上各转债平均溢价率

名称	价格	转股溢价率
山鹰转债	170.31	-0.81%
龙盛转债	151.5	11.90%
西洋转债	151.95	16.79%
大荒转债	151.18	3.28%
安泰转债	151.5	38.01%
锡业转债	149	9.83%
王府转债	137.2	34.32%
厦工转债	137	30.73%
博汇转债	131.53	32.43%
新钢转债	129.95	27.60%
澄星转债	130.7	47.32%
唐钢转债	120.95	59.67%

来源：国金证券研究所

- 最后，从 400 亿中行转债对市场的冲击来看，诚然会对转债的供给及估值水平带来压力，但我们认为这一压力不会导致转债的大幅下跌及溢价率的下降，主要理由如下：
- 目前的转债相当短缺，因此，从供求关系来看，转债的价格应主要取决于需求。400 亿相比于市场旺盛的需求而言，仍然难以抗衡；
- 转债的溢价率主要应取决于投资者对转债正股的预期，赋予转债 30%的溢价实际上是投资者预期中行未来至少有 30%的增长，由于中行转债的期限为 6 年，从中行的业绩角度考虑，6 年赋予 30%的溢价是合理的。即便考虑到转债市场估值水平下跌的影响，保守估计，中行转债至少 20%的溢价是有的。

- ◆ 综合上述 3 点分析，我们认为中行转债上市初期的价格应在 120-130 左右，溢价率在 20%-30%左右。
- 中行因发债约含权 14.83%-22.24%
 - ◆ 我们可以测算下中行因发债而导致的含权价值。中行公告称“本次发行的可转债以不低于 50%的比例向除控股股东以外的原 A 股股东实行优先配售”，如果 H 股股东不参与 a 股转债配售，那么实际上 a 股控股股东以外的 65 亿流通股东就可以享受超过 200 亿转债优先配售权，每股可以获配超过 3 元面值债券。根据我们对中行转债上市初期的测算，上市就能达到 120-130 元左右，3 元面值的配售就能无风险获利 0.6-0.9 元，按上周五收盘价 4.15 算，中行因发转债至少含权 14.83%-22.24%。
- 从转债角度看中行正股走势
 - ◆ 从历史上来看，发行转债的正股，至少有两波上涨行情，一波是转债发行前夕，公司为降低发行成本，一般希望转股价定在高位。第二波是，转债发行后，为促使转债转股，正股一般都有一波拉升的行情，历史上除了 1992 年深宝安发行的转债转股失败外，其余转债均成功转股。转股往往是因提前赎回而导致的，而提前赎回触发的最低条件是正股至少达到转股价的 130%。
- 风险提示
 - ◆ 当然，我们的上述分析都是在中行成功发行转债的基础上分析，因此面临的风险主要有 2 点：第一，中行能否成功发行仍具有不确定性；第二，即便成功发行，发行的时间仍具有不确定性。

图表4：上市银行估值表

国内银行估值水平													
	评级	股价	股本(亿)	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		23-Jan-10	总市值(亿)	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
浦发	买入	20.9	1,845	1.49	1.83	14.00	11.40	7.75	9.24	2.70	2.26	19.26	19.83
南京	买入	17.6	324	0.87	0.93	20.25	18.89	6.72	8.24	2.62	2.14	12.95	11.33
兴业	买入	35.2	1,758	2.66	2.81	13.24	12.49	12.01	15.96	2.93	2.20	22.11	17.64
交通	买入	9.1	4,463	0.59	0.75	15.40	12.22	3.40	4.03	2.68	2.26	17.38	18.50
民生	买入	7.8	1,732	0.52	0.63	15.10	12.39	4.08	4.60	1.91	1.69	12.63	13.64
北京	买入	17.0	1,057	0.91	1.18	18.57	14.38	6.15	7.05	2.76	2.41	14.87	16.74
建设	买入	6.0	14,068	0.44	0.54	13.66	11.13	2.17	2.47	2.77	2.44	20.31	21.93
招商	买入	16.7	3,187	0.97	1.11	17.21	15.08	5.36	6.25	3.11	2.67	18.08	17.68
工行	买入	5.1	16,968	0.38	0.45	13.48	11.28	2.01	2.22	2.53	2.29	18.76	20.26
华夏	持有	11.7	585	0.69	0.98	16.88	12.00	6.04	6.76	1.94	1.74	11.51	14.46
中行	持有	4.2	10,560	0.29	0.36	14.19	11.55	2.06	2.32	2.02	1.79	14.25	15.51
中信	买入	7.6	2,963	0.35	0.46	21.55	16.50	2.69	3.04	2.82	2.50	13.11	15.15
深发展	持有	23.1	717	1.46	1.57	15.83	14.68	8.56	9.87	2.70	2.34	17.03	15.92
宁波	买入	16.2	404	0.56	0.73	28.63	22.11	5.05	5.62	3.20	2.88	11.18	13.02
Average/Sum						16.10	13.39			2.58	2.21	16.33	16.81
H股估值水平													
	评级	股价	A/H溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		23-Jan-10		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
招商银行(H)		18.56	102.06%	0.97	1.11	16.86	14.78	5.36	6.25	3.05	2.61	18.08	17.68
交通银行(H)		8.40	123.24%	0.59	0.75	12.49	9.91	3.40	4.03	2.17	1.83	17.38	18.50
建设银行(H)		6.20	110.34%	0.44	0.54	12.38	10.09	2.17	2.47	2.51	2.21	20.31	21.93
中信银行(H)		5.50	156.82%	0.35	0.46	13.74	10.52	2.69	3.04	1.80	1.59	13.11	15.15
工商银行(H)		5.85	98.68%	0.38	0.45	13.66	11.43	2.01	2.22	2.56	2.32	18.76	20.26
中国银行(H)		3.90	121.21%	0.29	0.36	11.71	9.53	2.06	2.32	1.67	1.48	14.25	15.51
民生银行(H)		8.16	108%	0.52	0.63	13.94	11.44	4.08	4.60	1.76	1.56	12.63	13.64
Average			122.1%			13.47	11.04			2.29	2.01	16.90	18.11
		汇率:	0.88										
H股估值已考虑了汇率因素													
浦发增发确认：融资额150亿，发行价格16.59，融资股数9.04亿，摊薄约10%													
深发展考虑定增：融资不超过106.83亿，发行股数5.85													
民生考虑增发：融资额约264亿，发行股数约33.2亿股，摊薄约16%													
招行考虑配股：融资额约220亿，10配1.5													
兴业考虑配股：融资额180亿，10配1.5，7.5亿股													
宁波考虑定增：融资额44亿，3.8亿股													
南京考虑配股：融资额50亿，约4亿股													
除了已完成的浦发、民生，其余假设在10年完成													

来源：公司数据，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	40
买入	0	0	1	5	73
持有	0	0	0	6	97
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	0	2.00	2.38	2.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-09-19	持有	3.31	N/A
2 2008-10-30	持有	3.00	N/A
3 2009-03-25	持有	3.34	N/A
4 2009-04-01	持有	3.43	N/A
5 2009-04-29	持有	3.47	N/A
6 2009-05-06	持有	3.51	3.47 ~ 3.47
7 2009-08-28	持有	3.90	N/A
8 2009-10-30	持有	4.06	N/A

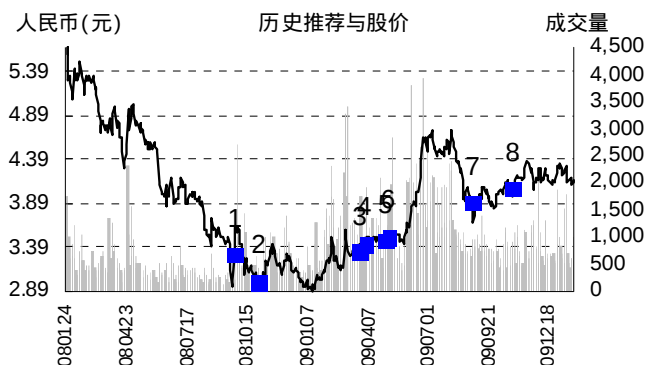
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。