

固收点评 20210328

2021年03月28日

杭银转债：业绩表现亮眼，资产质量向好

事件

- **杭银转债 (110079.SH) 于3月29日开始网上申购：**总发行规模为150亿元，扣除发行费用后的募集资金将全部用于支持本行未来各项业务发展，在可转债持有人转股后按照相关监管要求用于补充本行核心一级资本。
- **当前债底估值为89.81元，YTM为2.0%。**杭银转债存续期为6年，联合评级为AAA/AAA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为108元(含最后一期利息)，以6年AAA中债企业债到期收益率3.8664%(3/26)计算，纯债价值为89.81元，纯债对应的YTM为2.0%，有一定的债底保护性。
- **当前转换平价为100.82元，平价溢价率为-0.81%。**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止，即2021年10月8日至2027年3月28日。初始转股价17.06元/股，正股杭州银行3月26日的收盘价为17.2元，对应的转换平价为100.82元，平价溢价率为-0.81%。
- **转债条款中规中矩，总股本和流通盘的稀释率分别为12.91%和14.85%。**下修条款为“15/30、80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，未设置有条件回售条款，其他条款中规中矩。正股杭州银行总股本约59.3亿，按初始转股价17.06元计算，转债发行150亿对总股本稀释率为12.91%，对流通盘的稀释率为14.85%，对总股本和流通盘均造成一定的摊薄压力。
- **我们预计上市价格在113.44~124.61元区间，网上中签率0.096%。**综合可比标的，考虑到杭银转债有一定的债底保护性、评级高、规模吸引力强，我们预计上市首日转股溢价率在18%左右，对应的上市价格113.44~124.61元区间。我们预计股东配售比例55%，预计网上中签率为0.096%，建议积极申购。

观点

- **聚焦细分市场，打造特色化经营优势。**杭州银行围绕大零售、大公司和资管三大板块，聚焦细分市场，打造特色化经营优势。针对大零售板块，以扩大客群为基础，坚持消费信贷、财富管理等发展策略，加速形成零售利润增长极；针对大公司板块，通过持续改进客户管理方法与管理手段等一系列措施，拓展直接融资业务；针对大资管板块，建立完善大资管研究成果共享机制，提升投研能力，提高投资收益。
- **深耕浙江区域市场，积极拓展长三角及国内一线城市业务。**杭州银行主要业务分布在浙江省杭州市以及浙江省其他部分市县，坚持做精杭州，深耕浙江省区域市场，同时积极拓展长三角区域及国内一线城市业务，搭建了覆盖北京、上海、深圳、南京、合肥等重点城市在内的区域经营布局。
- **资产规模迈入万亿大关，资产质量不断向好。**2020年前三季度杭州银行资产总额为11110.62亿元，迈入万亿大关。截止2020年6月末、2019年末、2018年末和2017年末，杭州银行拨备覆盖率为383.78%、316.71%、256.00%、211.03%，拨备覆盖率呈逐年上涨趋势，体现出杭州银行资产质量不断向好。
- **风险提示：**宏观经济下行，资产质量超预期恶化。

证券分析师 李勇

执业证号：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《固收点评 20210327：温氏转债：拓展畜禽养殖一体化项目》2021-03-27
- 2、《固收点评 20210324：洋丰转债：产业链优势显著的磷复肥龙头》2021-03-24
- 3、《固收点评 20210321：日丰转债：家电电缆冠军，扩产并购共进》2021-03-22
- 4、《固收周报 20210321：周观：国常会再提杠杆率，YCC不是固定汇率制（2021年第9期）》2021-03-21
- 5、《固收点评 20210321：盛虹转债：差异优势突出，项目成长可期》2021-03-21

内容目录

1. 转债基本信息	3
2. 投资申购建议	5
3. 正股基本面分析	6
4. 风险提示	9

图表目录

图 1：部分区域性银行市净率分析（单位：倍）	7
图 2：杭银资产总计、贷款总额及其同比（单位：亿元）	7
图 3：杭银 2014-2020 营业总收入及同比增速（单位：亿元）	8
图 4：杭银 2014-2020 归母净利润及同比增速（单位：亿元）	8
图 5：杭银 16-2020Q1~3 不良贷款余额及不良贷款率(%)	9
图 6：杭银 16-20Q1~3 净利差与净息差（%）	9

表 1：杭银转债发行认购时间表	3
表 2：杭银转债基本条款	4
表 3：募集资金用途（单位：万元）	4
表 4：债性和股性指标	5
表 5：相对价值法预测杭银转债上市价格（单位：元）	6

1. 转债基本信息

表 1: 杭银转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2021 年 3 月 25 日 (周四)	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2021 年 3 月 26 日 (周五)	原股东优先配售股权登记日、网下申购日 网上路演
T	2021 年 3 月 29 日 (周一)	刊登《发行提示性公告》 原股东优先认购配售认购日 网上申购日
T+1	2021 年 3 月 30 日 (周二)	刊登网上中签率及网下配售结果公告 网上申购摇号抽签
T+2	2021 年 3 月 31 日 (周三)	刊登网上中签结果公告 网上投资者根据中签结果缴款 网下投资者根据配售结果缴款
T+3	2021 年 4 月 1 日 (周四)	联席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	2021 年 4 月 2 日 (周五)	刊登可转债发行结果公告

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 2: 杭银转债基本条款

转债名称	杭银转债	正股名称	杭州银行
转债代码	110079.SH	正股代码	600926.SH
发行规模	150 亿元	正股行业	银行-银行□
存续期	6 年 (2021/3/29-2027/3/28)	主体评级/债项评级	AAA/AAA
转股价	17.06 元/股	转股期	6 个月 (2021/10/8-2027/3/28)
票面利率	0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.00%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 80%		
赎回条款	(1) 到期赎回: 到期后五个交易日内, 以票面价值的 108% (含最后一期利息) 全部赎回 (2) 有条件赎回: 转股期内, 15/30, 130%; 未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 附加回售: 投资项目实施情况出现重大变化, 且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表 3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
支持本行未来各项业务发展及转股后 用于补充本行核心一级资本	1500000.00	1500000.00
合计	1500000.00	1500000.00

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所整理

表 4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	89.81 元	转换平价(以 3/26 收盘价)	100.82 元
纯债溢价率(以面值 100 计算)	11.34%	平价溢价率(以面值 100 计算)	-0.81%
纯债到期收益率 YTM	2.0%		

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

当前债底估值为 89.81 元, YTM 为 2.0%。杭银转债存续期为 6 年, 联合评级为 AAA/AAA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.80%、1.2%、1.80%、2.00%, 到期赎回价格为票面面值的 108% (含最后一期利息), 以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.8664% (3/26) 计算, 纯债价值为 89.81 元, 纯债对应的 YTM 为 2.0%, 有一定的债底保护性。

当前转换平价为 100.82 元, 平价溢价率为 -0.81%。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止, 即 2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 28 日。初始转股价 17.06 元/股, 正股杭州银行 3 月 23 日的收盘价为 17.2 元, 对应的转换平价为 100.82 元, 平价溢价率为 -0.81%。

转债条款中规中矩。下修条款为“15/30、80%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 未设置有条件回售条款, 其他转债条款中规中矩。

总股本稀释率为 12.91%。按初始转股价 17.06 元计算, 转债发行 150 亿对总股本和流通盘的稀释率为 12.91%和 14.85%, 对总股本和流通盘均造成一定的摊薄压力。

2. 投资申购建议

我们预计杭银转债上市首日价格在 113.44-124.61 元之间。

正股方面: 按杭州银行最新收盘价测算, 当前转债平价为 100.82 元。

转股溢价率方面:

1) 我们参照评级、规模及行业可比标的光大转债、上银转债和苏银转债, 当前 (2021/3/26) 转股溢价率分别为 12.88%、28.56%和 17.95%, 上市当日转股溢价率分别为 9.27%、29.81%和 18.92%;

2) 我们参考近期申购的杭叉转债、洋丰转债和正丹转债, 2021/3/26 日平价溢价率分别为 2.13%、3.55%和 11.41%;

3) 我们参考近期上市的转债: 利民转债(3月24日上市)、朗科转债(3月16日上市)、嘉元转债(3月15日上市), 上市首日转股溢价率分别为 11.37%、7.89%、21.56%。

综合可比标的, 我们可以判断杭银转债有一定的债底保护性、评级高、规模吸引力强, 我们预计上市首日转股溢价率中枢在 18%左右, 对应的上市价格在 113.44~124.61 元区间。

表 5: 相对价值法预测杭银转债上市价格 (单位: 元)

转股溢价率/正股价		14%	16%	18%	20%	22%
-6%	16.17	108.04	109.93	111.83	113.73	115.62
-3%	16.68	111.49	113.44	115.40	117.36	119.31
3/26 收盘价	17.20	114.94	116.95	118.97	120.98	123.00
3%	17.72	118.38	120.46	122.46	124.61	126.69
6%	18.23	121.83	123.97	126.11	128.24	130.38

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 55%。杭州银行的前三大股东为 Commonwealth Bank of Australia、杭州市财政局和红狮控股集团有限公司, 最新持股比例分别为 15.57%、11.86%和 11.81%, 前十大股东共合计持股 67.03%。参考发行的中信转债(评级 AAA, 规模 400 亿元)原股东优先配售价为 73.88%, 上银转债(评级 AAA, 规模 200 亿元)原股东优先配售价为 35.81%, 考虑到所以我们预计杭银转债原股东优先配售比例为 55%。

我们预计中签率为 0.096%。杭银转债发行总额为 150 亿元, 我们预计原股东优先配售比例为 55%, 剩余投资者可申购金额为 67.5 亿元。预测网上申购户数为 700 万户, 平均单户申购金额 100 万元, 网下申购户数 7000 户, 户均定格申购金额 15 亿元, 预计网上与网下发行数量比例为 90%:10%, 我们预计网上中签率为 0.096%。

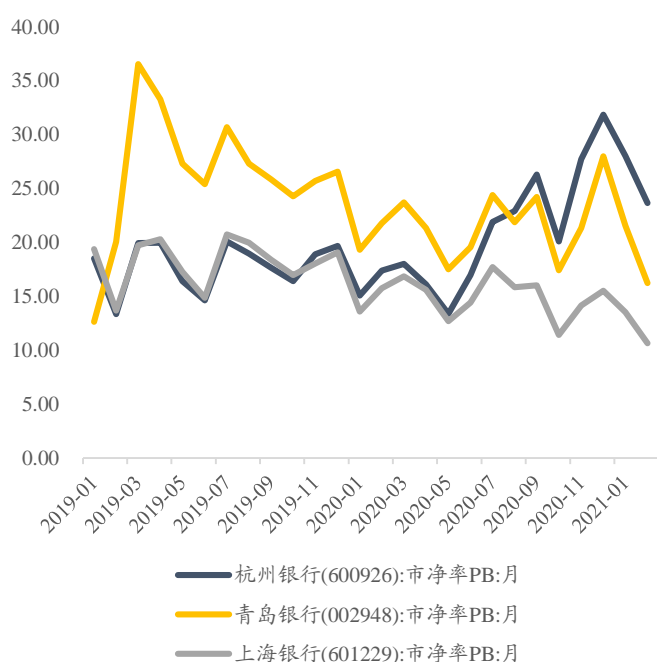
3. 正股基本面分析

聚焦细分市场, 打造特色化经营优势。杭州银行围绕大零售、大公司和资管三大与板块, 聚焦细分市场, 打造特色化经营优势。针对大零售板块, 以扩大客群为基础, 坚持消费信贷、财富管理等发展策略, 加速形成零售利润增长极; 针对大公司板块, 通

过持续改进客户管理方法与管理手段等一系列措施，拓展直接融资业务；针对大资管板块，建立完善大资管研究成果共享机制，提升投研能力，提高投资收益。

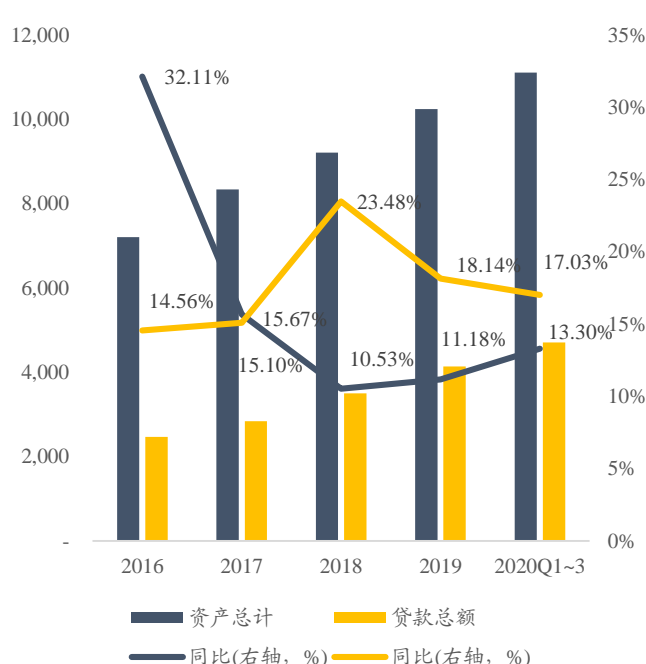
深耕浙江区域市场，积极拓展长三角及国内一线城市业务。杭州银行主要业务分布在浙江省杭州市以及浙江省其他部分市县，坚持做精杭州，深耕浙江省区域市场，同时积极拓展长三角区域及国内一线城市业务，搭建了覆盖北京、上海、深圳、南京、合肥等重点城市在内的区域经营布局。截止 2020 年 6 月末，杭州银行共设有分支机构 218 家，浙江省内其他地区设有分支行 52 家，在北京上海等设有分行 63 家，各区域经营机构发展良好，为银行业绩提升和可持续发展打下坚实基础。

图 1：部分区域性银行市净率分析（单位：倍）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：杭银资产总计、贷款总额及其同比（单位：亿元）



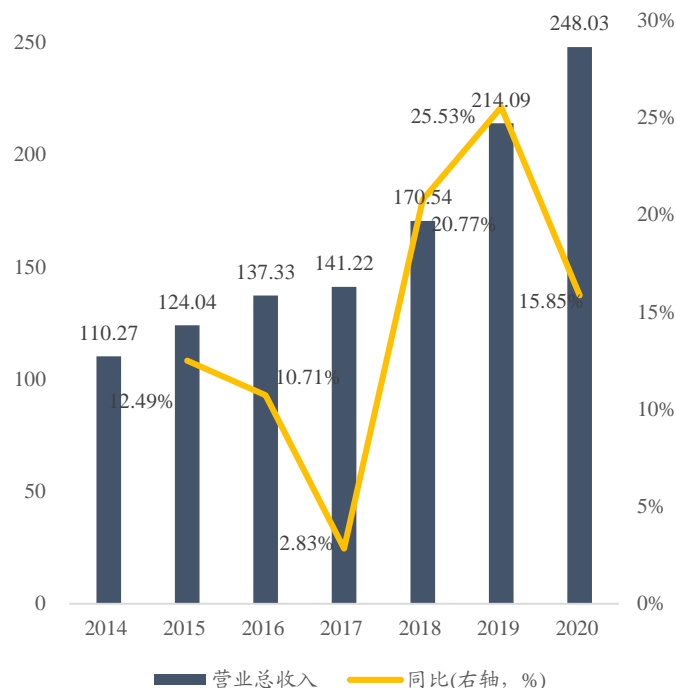
数据来源：Wind，东吴证券研究所

资产规模迈入万亿大关，资产质量不断向好。2020 年前三季度杭州银行资产总额为 11110.62 亿元，迈入万亿大关。截止 2020 年 6 月末、2019 年末、2018 年末和 2017 年末，杭州银行拨备覆盖率为 383.78%，316.71%，256.00%，211.03%，拨备覆盖率呈逐年上涨趋势，体现出杭州银行资产质量不断向好。

公司盈利指标表现靓丽，营收及归母净利润呈逐年上涨趋势。公司自 2014 年以来营业总收入及归母净利润逐年上涨，盈利能力持续增强，2017 年至 2019 年净利润年均复合增长率为 20.45%。2020 年受疫情因素影响营业总收入及归母净利润同比增速下降，但仍具竞争力。杭州银行的利息净收入为本行营业收入的主要组成部分，2020 年 H1、2019 年、2018 年、2017 年杭州银行的利息净收入为 92.85 亿元，156.13 亿元、139.92 亿

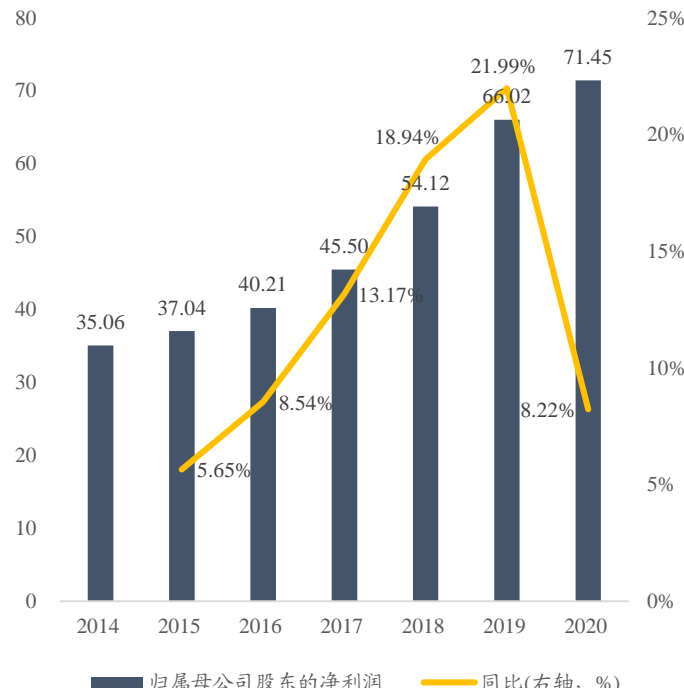
元和 122.67 亿元，2017-2019 年复合增长率为 12.82%。

图 3：杭银 2014-2020 营业总收入及同比增速（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：杭银 2014-2020 归母净利润及同比增速（单位：亿元）

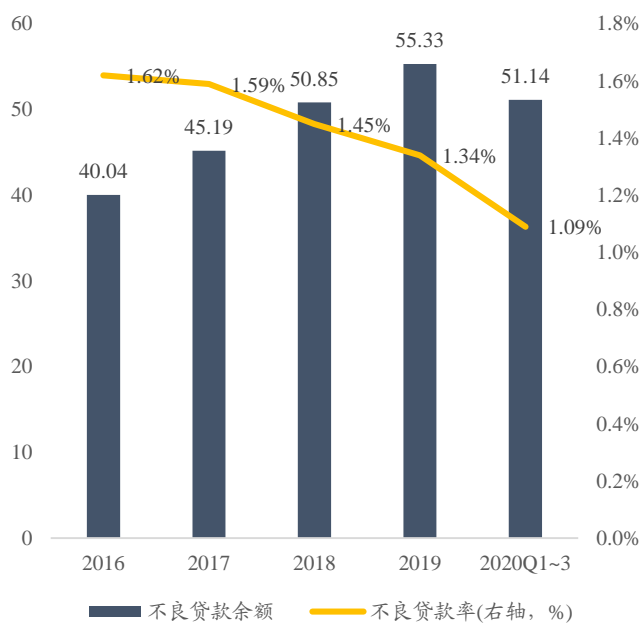


数据来源：Wind，东吴证券研究所

不良贷款率持续下降，风险抵补能力较强。公司 2020 年前三季度公司不良贷款率 1.07%，自 2016 年以来，公司不良贷款率不断下降，体现银行资产质量改善，拨备水平提升。主要原因是银行加大贷后管理力度，开展信用风险排查，强化风险政策和授信政策的引领，严把新增客户准入，有序推进信用风险停复牌管理等工作，不断提升信用风险的有效性等。此外，杭州银行逾期 90 天以上贷款在报告期内稳步下降，信贷风险管控能力不断增强。

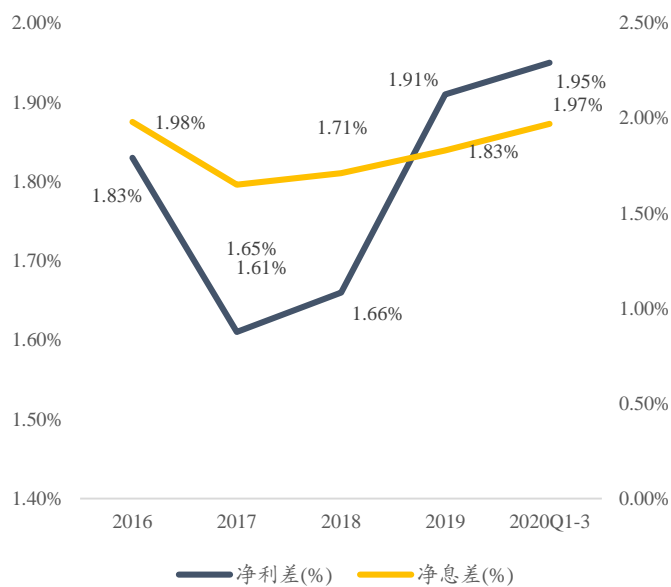
净息差与净利差近三年持续上行。2017 年较 2016 年有较大幅度的下降，2018 年以来净息差与净利差较以往均有不同程度的上升，体现出银行盈利能力增强。2019 年受益于银行调整资产端和负债端结构以及银行定价管理能力持续提升，银行净息差与净利差上升且幅度较大，2020 前三季度年上升的主要原因一方面系杭州银行主动调整资产结构，提高收益率相对较高的贷款和投资类资产占比，另一方面受益于宽松的货币环境，同业负债成本有所下降。

图 5: 杭银 16-2020Q1~3 不良贷款余额及不良贷款率(%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: 杭银 16-2020Q1~3 净利差与净息差 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下行, 资产质量超预期恶化。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：211021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

