

杭银转债投资价值分析

报告日期： 2021-03-30

主要观点：

分析师：邹坤

执业证书号： S0010520040001

邮箱： zoukun@hazq.com

相关报告

- 1.《洋丰转债投资价值分析》2021-03-29
- 2.《转债再审视之一：基于定价模型的视角》2021-03-29
- 3.《乐普转2投资价值分析》2021-03-29

杭银转债于3月29号进行网上申购：总发行规模为150亿元，占目前杭州银行市值的比例约为15.18%。

杭银转债条款保持中规中矩：杭银转债存续期为6年，联合评级AAA/AAA；下修条款为15/30，80%。按照2021年3月26日中债6年AAA级企业债到期收益率3.8596%计算，债底价值为89.85元。按照2021年3月26日的杭州银行收盘价17.20元/股计算，初始平价为100.82元，平价溢价率为-0.81%。

上市价格预计在113元左右：估计杭银转债的转股溢价率在10%到15%之间。通过相对价值法得到的结果107到120元之间，我们估计其上市价格在113元左右。

本次募集资金150亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于银行未来业务发展，在可转债转股后按照相关监管要求补充核心一级资本，提高银行的资本充足率水平。

扎根杭州，区位优势突出，分支机构覆盖国内发达经济圈，聚焦业务经营特色，推动转型升级。受益于浙江杭州经济发展迅速的区位优势，银行已实现浙江省内网点全覆盖、机构网点在长三角、珠三角、环渤海湾等经济发达经济圈的战略布局；聚焦公司金融、小微金融、零售金融、金融市场主营业务经营优势，转型升级取得良好进展。

营业收入持续增长，2020年增速放缓，中间业务创造新的营收增长点。银行营业收入持续增长，2019年同比增长25.53%，2020年受宏观经济下行影响，增速放缓；中间业务2020年上半年实现净收入17.86亿元，超过其2019年全年收入，未来将成为重要的营收增长点。

归母净利润稳定增长，净息差与行业水平差距收窄。2019年银行实现归母净利润66.02亿元，同比增长22%；净息差不断提高，与银行业平均水平差距收窄，银行净息差有望达到银行业平均水平。

资产总额稳步提升，银行资本充足，不良贷款数额有所增加，整体资产质量良好。2019年银行资产总额同比增长4.6%，核心一级资本充足率>8%，资本充足率>13%，资本充足率处于行业中高水平；宏观经济下行致不良资产余额增加，但贷款分布行业资产较优，整体资产质量良好。

债务稳定性尚佳，偿债风险较低。银行流动性覆盖率2019年达到149.64%，流动性风险较低；存款、同业负债及同业存单分别占总负债69.75%和18.12%，债务结构稳定性尚佳，未来偿债风险较低。

投资建议：公司基本面较好，若上市后价格合理，投资者可积极关注。

风险提示：行业竞争加剧；宏观经济下行导致不良资产增加。

正文目录

1 发行安排.....	3
2 本周可转债发行情况.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股分析.....	4

图表目录

表 1: 杭银转债发行认购时间表.....	3
表 2: 杭银转债主要条款.....	3
表 3: 债性、股性指标.....	4
表 4: 相对价值法下, 预测杭银转债上市价格.....	4
图 1: 2017-2020 年浙江省 GDP 情况 (亿元).....	5
图 2: 2019 年杭州市经济发展状况 (亿元).....	5
图 3: 2017-2020H1 银行各项业务收入比重变化 (亿元).....	5
图 4: 2017-2020H1 银行对公存贷款情况 (亿元).....	5
图 5: 2017-2020H1 银行营业收入情况 (亿元).....	6
图 6: 2019 年竞争银行总存贷款情况 (亿元).....	6
图 7: 2017-2020H1 银行手续费及佣金收入 (亿元).....	6
图 8: 2017-2020H1 银行归母净利润情况 (亿元).....	7
图 9: 2017-2020H1 银行净息差情况.....	7
图 10: 2017-2020H1 银行总资产及资产充足率 (亿元).....	7
图 11: 2019 年竞争银行总资产及资本充足率 (亿元).....	7
图 12: 2017-2020H1 银行不良贷款情况 (亿元).....	8
图 13: 2019 年竞争银行不良贷款率 (%).....	8
图 14: 2020 年 6 月末前五大贷款行业分布 (亿元).....	8
图 15: 2017-2020H1 银行流动性覆盖率.....	9
图 16: 2019 年银行债务结构.....	9

1 发行安排

表 1：杭银转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	3月25日	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	3月26日	原A股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	3月29日	发行首日；刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售日（缴费足够资金） 网上申购日（无需缴付申购资金）；确定网上中签率
T+1	3月30日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；进行网上申购摇号抽签
T+2	3月31日	刊登《中签号码公示》；网上中签缴款日
T+3	4月1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	4月2日	刊登《发行结果公告》；向发行人划付募集资金

数据来源：发行公告、华安证券研究所

截止2021年3月29日，杭银转债已发布《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》。

杭州银行目前总市值为996亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的15.18%，对原股东股权的稀释程度一般。

2 本周可转债发行情况

表 2：杭银转债主要条款

项目	内容
转债名称	杭银转债
债券代码	110079.SH
主体及债项评级	AAA/AAA(联合评级)
发行规模	150亿
存续期	6年(2021年3月29日至2027年3月29日)
票面利率	0.20%，0.40%，0.80%，1.20%，1.80%，2.00%
转股价格	17.06元/股
转股期	2021年10月8日至2027年3月28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108%（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	(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 (2) 法定回售条款：若募集资金运用的实施情况与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。
网络申购限额	100万元/账户

数据来源：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	89.85	平价	100.82
底价溢价率（以面值计算）	11.30%	平价溢价率（以面值计算）	-0.81%

数据来源：wind、华安证券研究所

杭银转债条款保持中规中矩。按照 2021 年 3 月 26 日中债 6 年 AAA 级企业债到期收益率 3.8596% 计算，债底价值为 89.85 元。按照 2021 年 3 月 26 日的杭州银行收盘价 17.20 元/股计算，初始平价为 100.82 元，平价溢价率为 -0.81%。

3 上市价格预测

表 4：相对价值法下，预测杭银转债上市价格

转股溢价率/正股价	10.00%	11.25%	12.50%	13.75%	15.00%
15.48	99.81	100.95	102.08	103.22	104.35
16.34	105.36	106.55	107.75	108.95	110.15
17.20	110.90	112.16	113.42	114.68	115.94
18.06	116.45	117.77	119.09	120.42	121.74
18.92	121.99	123.38	124.77	126.15	127.54

数据来源：wind、华安证券研究所

根据 2021 年 3 月 26 日的收盘价，杭银转债初始平价为 89.85 元。综合考虑公司的基本面情况、信用评级情况，以及近期转债市场的行情，我们估计杭银转债的转股溢价率在 10% 到 15% 之间。通过相对价值法得到的结果 106.55 元到 120.42 元之间，我们认为其上市价格在 113 元左右。

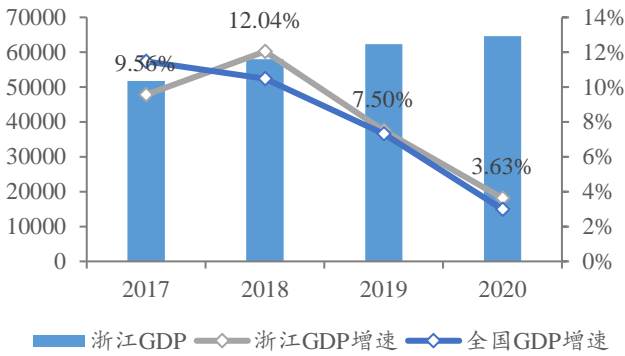
4 正股分析

杭银转债发行人为杭州银行股份有限公司，前身为 1996 年成立的杭州城市合作银行，是在原杭州市 33 家城市信用社和 9 家信用联社指数办事处基础上组建的股份制商业银行，成立以来，银行进行了多次增资扩股，并于 2016 年 10 月在 A 股上市。截止 2020 年 6 月底，银行共有 218 家分支机构，曾获得“最佳城市商业银行”、“最佳科技金融服务商行”等荣誉。

银行的法人代表为陈震山，实际控制人为杭州市财政局，近年来通过增资扩股和引进境外战略投资者，银行股权结构日趋合理，截止 2020 年 6 月末，公司前三大股东为 Commonwealth Bank Of Australia (15.57%)，杭州市财政局 (11.86%)，红狮控股集团有限公司 (11.81%)。

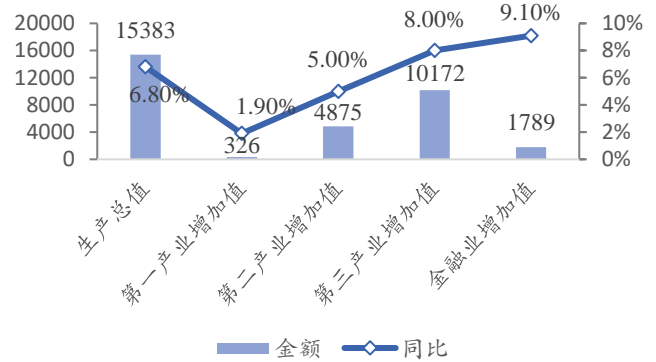
本次募集资金 150 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于银行未来业务发展，在可转债转股后按照相关监管要求补充核心一级资本，提高银行的资本充足率水平。

图 1：2017-2020 年浙江省 GDP 情况 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

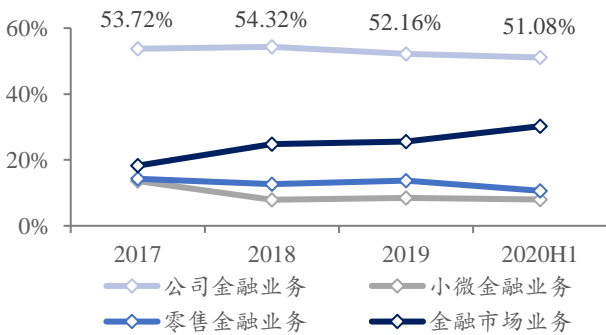
图 2：2019 年杭州市经济发展状况 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

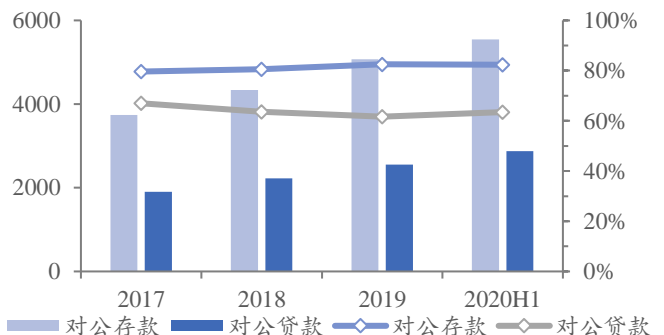
银行扎根长三角重要中心城市杭州，区位优势突出，分支机构覆盖国内发达经济圈。银行本部位于浙江省杭州市，深耕浙江省内区域市场，现已实现浙江省内网点全覆盖。浙江省 2019 年 GDP 排名全国第 4，GDP 增速自 2018 年起放缓，但始终保持领先于国内平均水平，排名全国第 12。杭州市各经济指标在 2019 年均有所提升，其中金融业增加值达到 1789 亿元，同比增加 9.1%。受益于浙江杭州经济发展迅速的区位优势，背靠杭州市财政局，截止 2020 年 6 月底，银行共有分支机构 218 家，省内 154 家，省外在北京、上海、深圳、南京、合肥设有 64 家，实现了机构网点在长三角、珠三角、环渤海湾等经济发达经济圈的战略布局。

图 3：2017-2020H1 银行各项业务收入比重变化 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

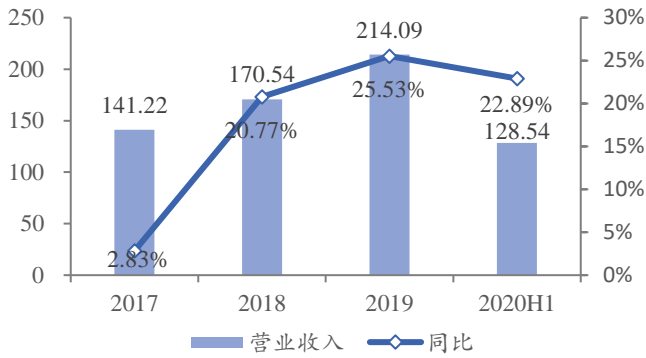
图 4：2017-2020H1 银行对公存款贷款情况 (亿元)



资料来源：Wind，华安证券研究所

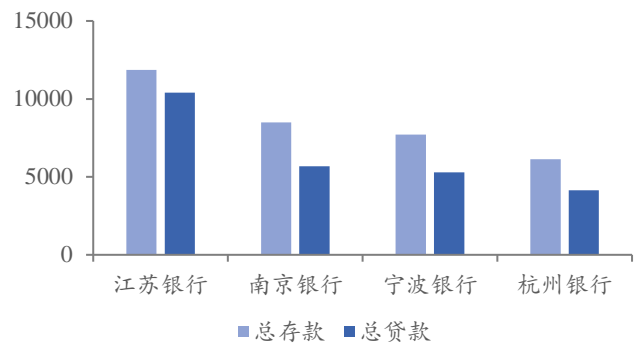
聚焦业务经营特色，推动转型升级。银行主要业务收入来源于公司金融业务，近年来比重虽然有所下降，但 2020 年上半年该项占比仍保持在 50% 以上，其中公司金融业务中对公存款业务约占银行总存款 80%，对公贷款业务约占银行总贷款 60%，银行深化客户分层经营，积极拓展新客户，推动存贷款金额保持持续增长；在金融市场波动频繁、合规要求不断趋严的复杂环境下，公司积极开展金融市场业务转型扩收，该项业务相较于其他业务增长迅速，业务收入占比逐年增长，银行通过多渠道稳定负债来源，积极进行风险管理和系统建设促使该项业务取得良好进展。

图 5：2017-2020H1 银行营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

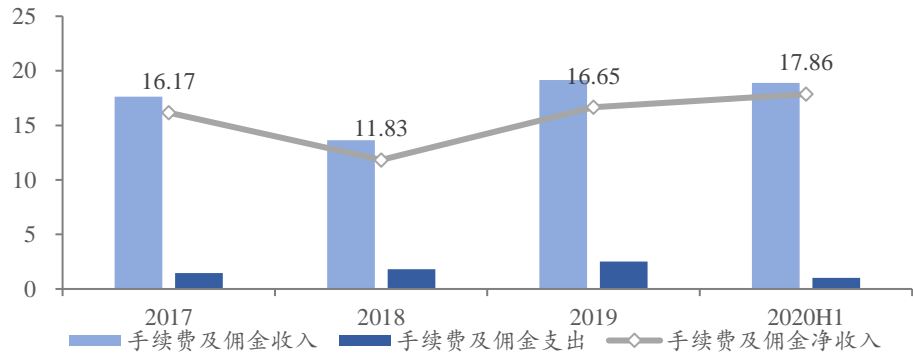
图 6：2019 年竞争银行总存贷款情况（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

营业收入持续增长，2020 年增速放缓。近年银行营业收入持续增长，2019 年实现营业收入 214.09 亿元，同比增长 25.53%，规模及增速都达到近年来新高，2020 年上半年受宏观经济下行影响，银行营收增速放缓，较 2019 年略下滑 2.63%，仍处于近年来较高水平。横向比较来看，杭州银行相较于主要竞争银行 2019 年总存贷款数量仍存在一定差距，伴随银行转型升级，存贷款金额增长增加利息收入，创新业务发展收入不断提高，银行营业收入有望保持增长。

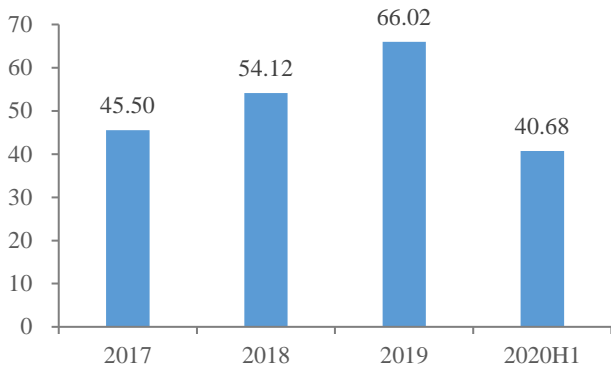
图 7：2017-2020H1 银行手续费及佣金收入（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

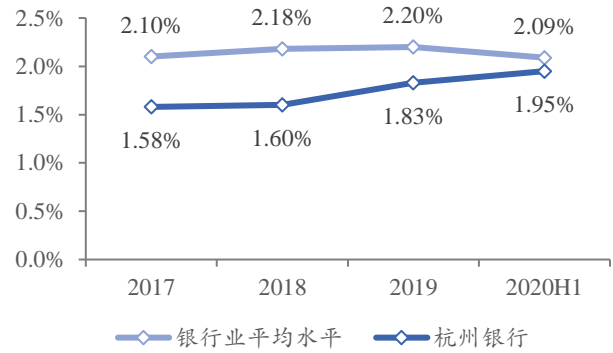
中间业务收入实现高速增长，创造新的营收增长点。金融脱媒、利率市场化导致存贷息差收窄，中间业务逐渐成为商业银行利润的重要增长极。2020 年上半年银行手续费及佣金净收入实现跨越式增长，实现净收入 17.86 亿元，超过 2019 年全年净收入 16.65 亿元，创造近年来新峰值。中间业务的开展将成为银行业务转型升级、增强市场竞争力的关键，杭州银行积极开展中间业务将创造新的未来营收增长点，助力银行未来营收、利润增长。

图 8：2017-2020H1 银行归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

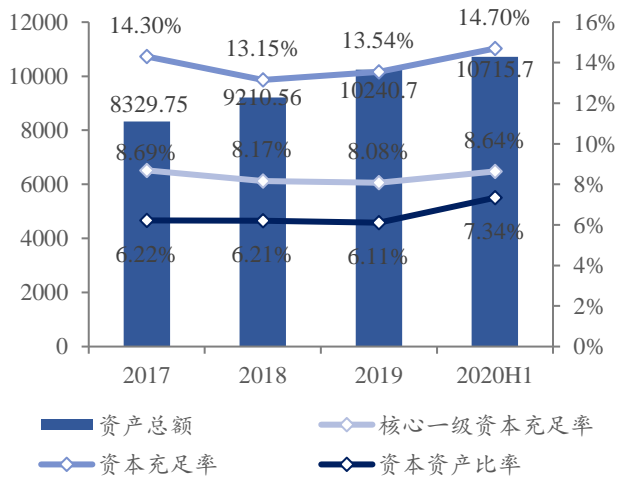
图 9：2017-2020H1 银行净息差情况



资料来源：wind、华安证券研究所

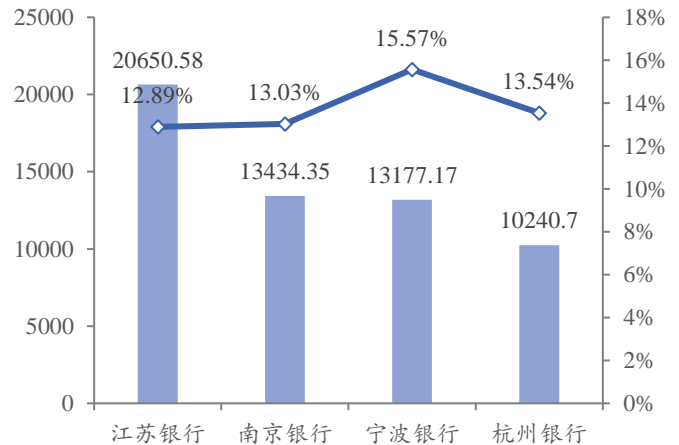
归母净利润稳定增长，净息差与行业水平差距收窄。2019 年银行实现归母净利润 66.02 亿元，同比增长 22%，2020 年上半年实现归母净利润 40.68 亿元，占 2019 年全年归母净利润 61.6%，疫情并未对银行盈利造成明显不利影响。银行净息差不断提高，与银行业平均水平差距由 2017 年的 0.52% 收窄至 2020 年上半年 0.14%，预期未来随盈利能力不断提升，银行净息差有望达到银行业平均水平。

图 10：2017-2020H1 银行总资产及资产充足率（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

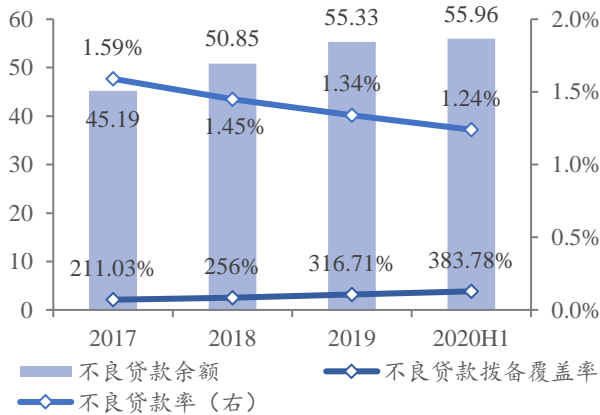
图 11：2019 年竞争银行总资产及资本充足率（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

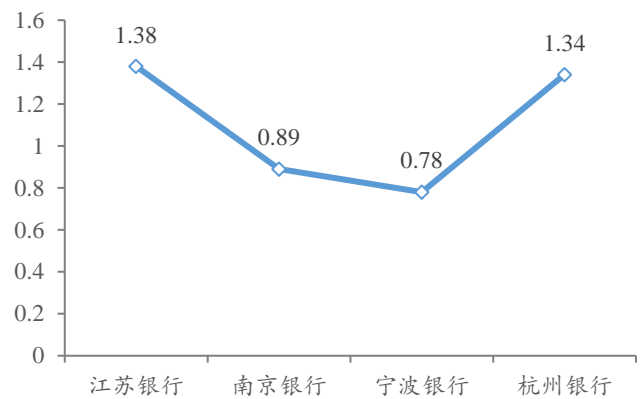
资产总额稳步提升，银行资本充足。2017 年-2020 年上半年，银行资产总额稳步提升，2020 年上半年银行资产总额达到 10715.7 亿元，同比增长 4.6%；银行资本充足率在 2018 年、2019 年小幅下降，2020 年上半年存在明显回升，其核心一级资本充足率 > 8%，高于 5% 的国际标准，资本充足率 > 13%，远高于 8% 的国际标准，同时资本资产比率 2020 年上半年大幅上升至 7.34%，银行抵御风险能力增强。从竞争行业总体情况来看，银行总资产较其他银行仍存在差距，但资本充足率处于行业中较高水平。

图 12: 2017-2020H1 银行不良贷款情况 (亿元)



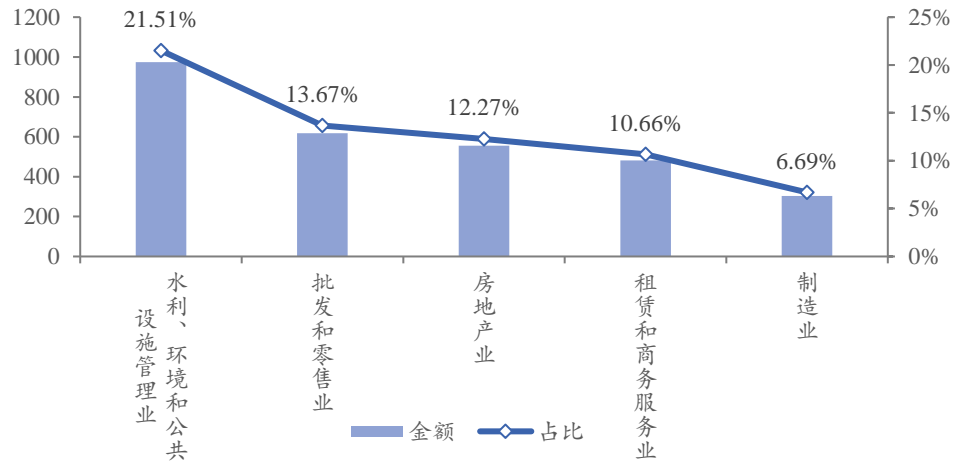
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图 13: 2019 年竞争银行不良贷款率 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

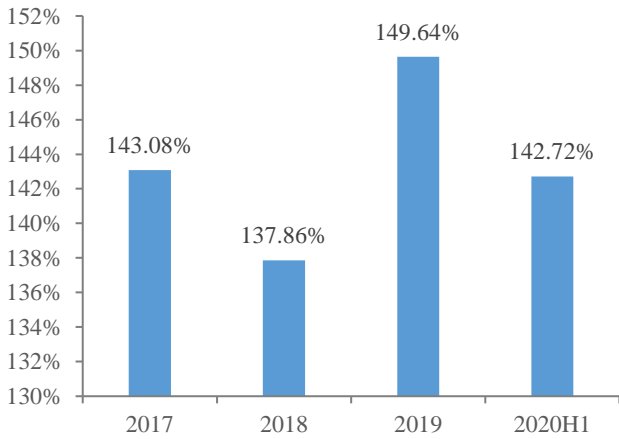
图 14: 2020 年 6 月末前五大贷款行业分布 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

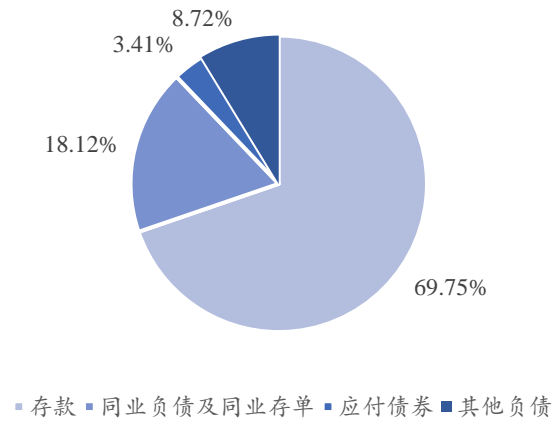
不良贷款数额有所增加，整体资产质量良好。 银行不良贷款数额近年来不断增加，主要是银行主要客户群体中小企业在经营稳定性、融资能力等方面都处于劣势地位，宏观经济下行环境下抗风险能力较差导致。从不良贷款率来看，银行不良贷款率逐年下降，但较竞争银行仍处于较高水平；银行不良贷款拨备覆盖率近年实现了快速提高，2019 年超过国内 A 股上市银行一般水平 300%，2020 年上半年达到 383.78%，同比增长 21%。虽然银行不良贷款余额有所增加，但分析银行前五大贷款行业可知，银行贷款主要集中于公用事业、零售批发业、房地产业、租赁和商务服务业以及制造业，行业分布比较分散，各行业整体资产质量较优，银行整体资产质量良好，但须关注近年房地产业宏观经济政策实施带来的相关风险。

图 15: 2017-2020H1 银行流动性覆盖率



资料来源: wind、华安证券研究所

图 16: 2019 年银行债务结构



资料来源: wind、华安证券研究所

债务稳定性尚佳, 偿债风险较低。银行流动性覆盖率 2019 年达到 149.64%, 2020 年上半年虽有小幅下降, 但仍远高于银监会要求 100% 的下限, 流动性风险较低; 从债务结构来看, 存款构成了银行近 70% 的负债, 同业负债及同业存单占总负债 18.12%, 应付债券占总负债的 3.41%, 债务结构稳定性尚佳。综合银行流动性及债务结构来看, 银行偿债能力较强, 未来偿债风险较低。

风险提示:

行业竞争加剧; 宏观经济下行导致不良资产增加。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。