

600926.SH
买入

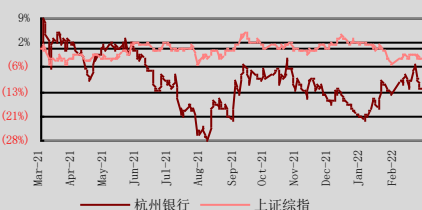
原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.32

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 对经营影响有限, 政府业务合作或加强

股价表现


| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-------|-----|-------|
| 绝对 | 12.1 | 1.6 | 2.4 | (8.5) |
| 相对上证指数 | 16.7 | (1.4) | 5.2 | (7.2) |

| | |
|--------------------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 5,930 |
| 流通股(%) | 85 |
| 总市值(人民币 百万) | 84,921 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 324 |
| 净负债比率(%) (2022E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| Commonwealth Bank of Australia | 16 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年2月28日收市价为标准

相关研究报告

《杭州银行: 业绩持续向好, 拨备覆盖率领先》
20211021

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行
证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

杭州银行

对经营影响有限, 政府业务合作或加强

杭州银行公告, 第一大股东澳洲联邦银行(CBA)以协议转让方式向杭州城投及杭州交投转让其持有的公司10%股份, 转让价格为前三十交易日均价97%, 即13.94元/股。受让后, 杭州市财政局成为第一大股东, CBA持有5.56%并承诺3年锁定。杭州城投及杭州交投承诺其股份5年内不转让。

我们认为CBA此次协议转让股权更多受自身经营以及投资目的实现等影响, 与杭州银行基本面无关, 对杭州银行战略和业务发展影响有限。杭州政府控股企业入股, 凸显市政府对杭州银行发展的信心, 有望加强合作和业务支持。

支撑评级的要点

- 股权变化主要源于CBA自身原因, 对杭州银行经营影响有限

此次协议受让的主要原因或包括: (1) 澳洲联邦银行从2005年到2014年多次买入、增资杭州银行, 买入成本较低。杭州银行上市以来业绩优异、估值同业前列, 股价表现持续积极, CBA对杭州银行的投资已经实现非常好的收益。(2) 疫情冲击下, 海外银行经营压力加大, 回笼资金以更好支持本土经济发展, CBA自身经营战略的调整, 更专注个人和企业业务。2018年以来, CBA已相继出售交银康联, 澳大利亚投资交易所等公司股权, 自身的印尼、澳大利亚的人寿业务。(3) CBA仍持有5.56%股份, 预计其董事席位或保持。

- 新股东入场有助于深化业务合作

受让方杭州城投、杭州交投的控股股东均为杭州市政府。我们认为市政府企业入股, 第一, 有助于股权结构的稳定性; 第二, 彰显杭州市政府对杭州银行发展信心和认可, 或为其带来更多发展机会; 第三, 再融资等支持可能更积极。杭州银行盈利表现优异, 保持城商行前列水平。

- 关注可转债转股进程, 减持对向上弹性影响有限

截至3季末, 公司核心一级资本充足率为8.51%, 公司已发150亿元可转债, 股价持续超过转股价, 建议关注公司转股进程。回顾去年几次股东减持对股价表现影响, 在行业股价表现向上阶段, 即使减持公司仍然有较好弹性, 相对行业有超额收益; 在行业股价承压阶段, 减持对股价影响偏负面。

估值

- 我们维持公司2021/2022年EPS为1.48/1.81元的预测, 对应净利润同比增23.1%/21.8%, 目前股价对应市净率为1.22x/1.11x, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期; 监管管控超预期。

投资摘要

| 年结日: 12月31日(人民币 百万) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入-扣除其他成本 | 21,402 | 24,805 | 28,795 | 32,384 | 36,831 |
| 变动(%) | 25.52 | 15.90 | 16.09 | 12.46 | 13.73 |
| 净利润 | 6,602 | 7,136 | 8,787 | 10,706 | 12,927 |
| 变动(%) | 22.0 | 8.1 | 23.1 | 21.8 | 20.8 |
| 净资产收益率(%) | 13.24 | 12.26 | 13.16 | 14.66 | 16.07 |
| 每股收益(元) | 1.11 | 1.20 | 1.48 | 1.81 | 2.18 |
| 市盈率(倍) | 12.86 | 11.90 | 9.66 | 7.93 | 6.57 |
| 市净率(倍) | 1.62 | 1.33 | 1.22 | 1.11 | 1.00 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

事项：

杭州银行3月1日公告，公司第一大股东澳洲联邦银行（CBA）与杭州市城市建设投资集团（杭州城投）、杭州市交通投资集团（杭州交投）于2022年2月28日晚间签署了《澳洲联邦银行与杭州市城市建设投资集团有限公司和杭州市交通投资集团有限公司之股份转让协议》，澳洲联邦银行以协议转让方式分别向杭州城投及杭州交投转让其持有的公司股份各2.97亿股，各占公司已发行普通股总股本的5%（两家受让方合计受让5.94亿股，占公司已发行普通股总股本的10%），各受让方购买转让方所持杭州银行股份的每股价格为人民币13.94元/股，此次交易尚待依法履行监管审批程序。

CBA实现财务投资目的，协议转让或为更好支持本土经营

根据杭州银行IPO说明书，澳洲联邦银行分别在2005年、2009年、2014年增资杭州银行，成为杭州银行第一大股东。此次协议转让，我们预计主要的原因包括了：（1）杭州银行近年来业绩表现优异、估值水平处于上市银行前列，**CBA已实现财务投资的目的**；（2）疫情冲击下，海外银行经营压力加大，**撤资回笼资金以更好支持本土经济发展**；（3）**CBA自身经营战略的调整，简化主业、专注个人和企业**。2018年以来，CBA已出售交银康联，澳大利亚投资交易所等公司股权，并且出售自身的印尼、澳大利亚的人寿业务。

根据公告，本次交易的每股价格以《股份转让协议》签署日前三十个交易日公司股票成交均价的97%为定价基准，同时不低于《股份转让协议》签署日前一收盘价的90%。因此，此次股权转让的每股价格为人民币13.94元/股，较2月28日杭州银行收盘价（14.32元）折价约2.65%。

对杭州银行中长期经营影响有限

2004年开始，一批外资银行作为战略投资者入股中资银行，但受制于监管部门规定，外资行对中资金融机构持股比例不超20%上限要求，因此外资银行对国内银行的话语权有限，更似财务投资者。同时，伴随国内经济发展红利，国内银行的经营能力、金融科技发展水平提升，外资行对国内银行借鉴意义减退。从2009年开始，外资银行陆续撤资中资银行。我们认为CBA此次撤资，对杭州银行的业务发展和经营影响有限，但受减持、转让等事件影响，短期市场情绪或有波动。

新股东入场有助于深化业务合作，关注可转债转股进程

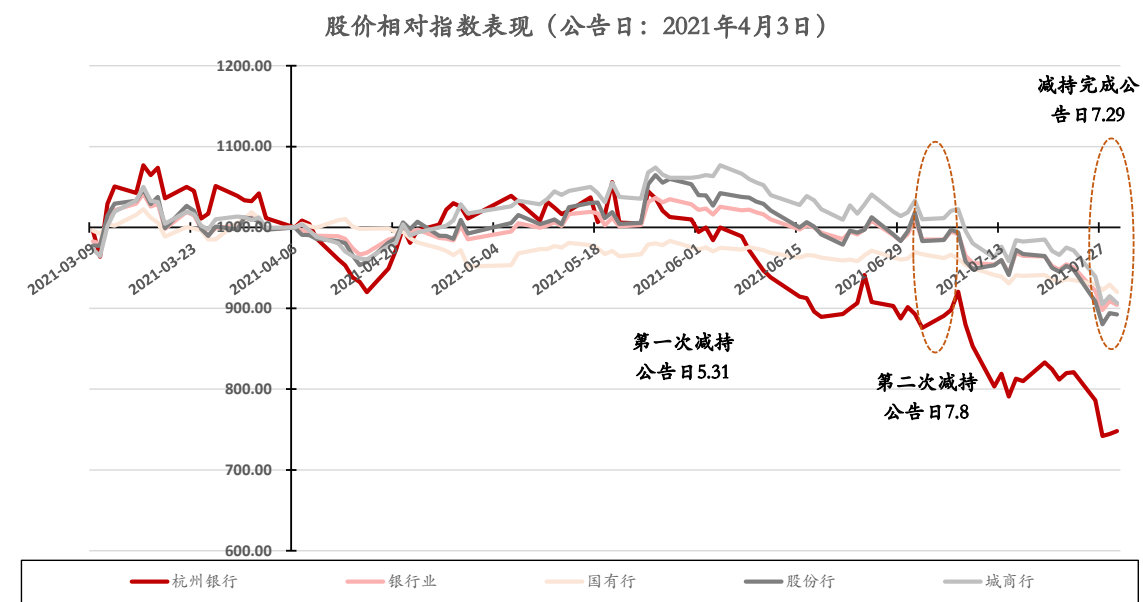
此次受让后，杭州市财政局将被动成为公司第一大股东，持股比例保持不变为11.86%。受让方杭州城投、杭州交投的控股股东均为杭州市政府。我们认为此次两家市政府企业入股，第一，有助于保持股权结构的稳定性；第二，彰显出杭州市政府对杭州银行发展信心和认可；第三，或为杭州银行带来更多的政府业务合作和发展机会。

杭州银行盈利表现优异，2021年前三季度净利润同比增26.2%，保持城商行前列水平。展望未来，我们认为公司经营区位优势显著，区域经济活力奠定业务发展空间和资产质量基础。截至3季末，公司核心一级资本充足率为8.51%，但公司已发行150亿元可转债，最新转股价格为12.99元，转股完成后将进一步补充资本实力以更好支持业务拓展，建议关注公司转股进程。

行业趋势较好的阶段，减持对公司向上弹性影响有限。

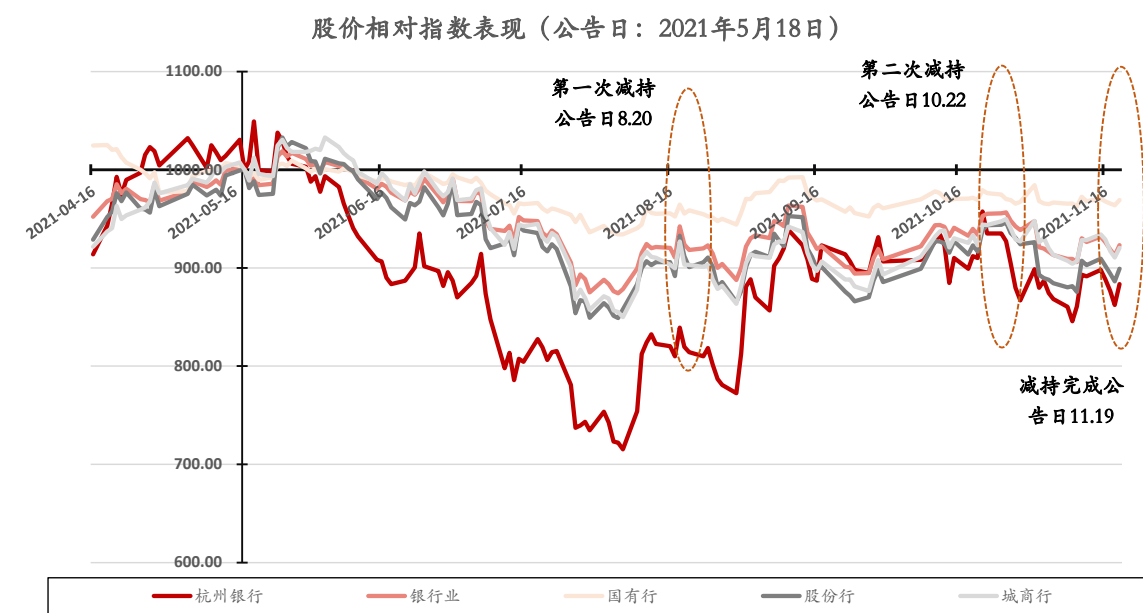
我们回顾了2021年几次股东减持对公司股价表现影响：在行业股价承压减持的阶段，公司股价相对行业表现偏负面；在行业有催化股价表现向上的阶段，即便在减持中，公司仍然具有较好向上弹性，相对行业有超额收益。

图表1. 公告减持后杭州银行股价走势 (2021年4月3日)



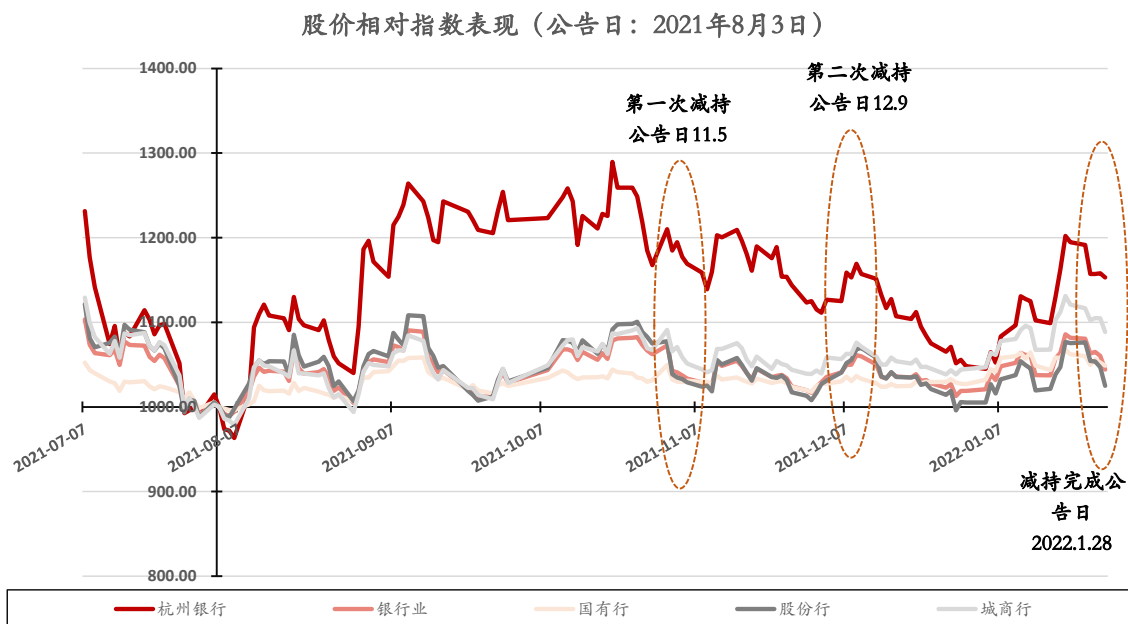
资料来源: 万得、中银证券

图表2. 公告减持后杭州银行股价走势 (2021年5月18日)



资料来源: 万得、中银证券

图表3. 公告减持后杭州银行股价走势 (2021年8月3日)



投资建议:

我们认为 CBA 此次协议转让股权更多受自身经营发展、战略调整、以及财务投资目的实现等因素影响,但对杭州银行战略和业务发展影响有限,短期受市场情绪影响股价或有波动。两家杭州市政府控股企业入股,凸显市政府对杭州银行经营发展的信心,未来有望加强合作和业务支持。杭州银行具备区位优势,业绩和资产质量表现优异,业绩保持上市银行前列。我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 1.48/1.81 元的预测,对应净利润增速为 23.1%/21.8%。目前股价对应 2021/2022 年市净率为 1.22x/1.11x,维持公司**买入**评级。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业,公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况,从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行,银行的资产质量存在恶化风险,从而影响银行的盈利能力。

监管管控超预期。2020 年疫情冲击下,监管引导银行让利实体经济,预计助力实体经济发展政策将会延续,但若利率管控或者让利政策超市场预期,或将影响银行盈利表现。

损益表(人民币 十亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 (RMB) | | | | | |
| EPS (摊薄/元) | 1.11 | 1.20 | 1.48 | 1.81 | 2.18 |
| BVPS (摊薄/元) | 10.25 | 10.77 | 11.75 | 12.88 | 14.25 |
| 每股股利 | 0.40 | 0.35 | 0.43 | 0.53 | 0.63 |
| 分红率(%) | 31.44 | 29.08 | 29.08 | 29.08 | 29.08 |
| 资产负债表 (Rmb bn) | | | | | |
| 贷款总额 | 415 | 484 | 571 | 669 | 782 |
| 证券投资 | 431 | 532 | 633 | 728 | 837 |
| 应收金融机构的款项 | 100 | 67 | 78 | 90 | 104 |
| 生息资产总额 | 1,013 | 1,151 | 1,345 | 1,556 | 1,803 |
| 资产合计 | 1,024 | 1,169 | 1,366 | 1,581 | 1,831 |
| 客户存款 | 620 | 704 | 788 | 906 | 1,042 |
| 计息负债总额 | 948 | 1,066 | 1,240 | 1,427 | 1,641 |
| 负债合计 | 962 | 1,088 | 1,278 | 1,486 | 1,728 |
| 股本 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 股东权益合计 | 63 | 81 | 88 | 95 | 103 |
| 利润表 (Rmb bn) | | | | | |
| 净利息收入 | 16 | 19 | 21 | 24 | 28 |
| 净手续费及佣金收入 | 1 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 营业收入 | 21 | 25 | 29 | 32 | 37 |
| 营业税金及附加 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 拨备前利润 | 15 | 18 | 21 | 24 | 27 |
| 计提拨备 | (8) | (10) | (11) | (11) | (12) |
| 税前利润 | 7 | 8 | 10 | 12 | 15 |
| 净利润 | 7 | 7 | 9 | 11 | 13 |
| 资产质量 | | | | | |
| NPL ratio(%) | 1.34 | 1.07 | 0.90 | 0.95 | 0.95 |
| NPLs | 6 | 5 | 5 | 6 | 7 |
| 拨备覆盖率(%) | 317 | 470 | 593 | 582 | 578 |
| 拨贷比(%) | 4.24 | 5.02 | 5.34 | 5.53 | 5.49 |
| 一般准备/风险加权资(%) | 2.70 | 3.29 | 3.54 | 3.70 | 3.72 |
| 不良贷款生成率(%) | 0.97 | 0.63 | 0.90 | 1.00 | 1.00 |
| 不良贷款核销率(%) | (0.85) | (0.71) | (0.91) | (0.81) | (0.85) |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 经营管理 (%) | | | | | |
| 贷款增长率 | 18.41 | 16.70 | 18.00 | 17.00 | 17.00 |
| 生息资产增长率 | 11.51 | 13.64 | 16.82 | 15.71 | 15.83 |
| 总资产增长率 | 11.18 | 14.18 | 16.82 | 15.71 | 15.83 |
| 存款增长率 | 16.37 | 13.50 | 12.00 | 15.00 | 15.00 |
| 付息负债增长率 | 12.63 | 12.41 | 16.42 | 15.00 | 15.00 |
| 净利息收入增长率 | 12.80 | 22.10 | 10.67 | 14.39 | 15.77 |
| 手续费及佣金净收入增长率 | 26.32 | 101.71 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 营业收入增长率 | 25.52 | 15.90 | 16.09 | 12.46 | 13.73 |
| 拨备前利润增长率 | 27.77 | 19.40 | 16.10 | 12.47 | 13.74 |
| 税前利润增长率 | 26.32 | 9.97 | 23.13 | 21.84 | 20.75 |
| 净利润增长率 | 21.99 | 8.09 | 23.13 | 21.84 | 20.75 |
| 非息收入占比 | 6.98 | 12.15 | 12.04 | 12.31 | 12.45 |
| 成本收入比 | 28.72 | 26.35 | 26.35 | 26.35 | 26.35 |
| 信贷成本 | 2.03 | 2.21 | 2.08 | 1.85 | 1.68 |
| 所得税率 | 9.76 | 11.30 | 11.30 | 11.30 | 11.30 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| NIM | 1.85 | 1.98 | 1.90 | 1.87 | 1.87 |
| 拨备前 ROAA | 1.55 | 1.64 | 1.65 | 1.60 | 1.57 |
| 拨备前 ROAE | 25.19 | 25.11 | 24.74 | 25.71 | 27.04 |
| ROAA | 0.68 | 0.65 | 0.69 | 0.73 | 0.76 |
| ROAE | 13.24 | 12.26 | 13.16 | 14.66 | 16.07 |
| 流动性 (%) | | | | | |
| 分红率 | 31.44 | 29.08 | 29.08 | 29.08 | 29.08 |
| 贷存比 | 66.94 | 68.83 | 72.51 | 73.77 | 75.06 |
| 贷款/总资产 | 40.53 | 41.42 | 41.84 | 42.31 | 42.73 |
| 债券投资/总资产 | 42.09 | 45.48 | 46.33 | 46.05 | 45.72 |
| 银行同业/总资产 | 9.73 | 5.73 | 5.74 | 5.70 | 5.66 |
| 资本状况 | | | | | |
| 核心一级资本充足率 ² | 8.08 | 8.53 | 8.03 | 7.70 | 7.44 |
| 资本充足率 | 13.54 | 14.41 | 13.06 | 12.05 | 11.19 |
| 加权风险资产-一般法 | 649 | 738 | 863 | 998 | 1,156 |
| % RWA/总资产(%) | 63.35 | 63.15 | 63.15 | 63.15 | 63.15 |

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371