



600926.SH

原评级: 增持

市场价格: 人民币 8.67

板块评级: 增持

本报告要点

- 营收表现亮眼, 不良延续改善趋势

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.8	1.2	13.6	12.4
相对上证指数	(8.9)	(1.5)	(6.4)	12.2

发行股数(百万)	5,130
流通股(%)	41
总市值(人民币 百万)	44,479
3个月日均交易额(人民币 百万)	354
净负债比率(%) (2019E)	373
主要股东(%)	
杭州市财政局	11

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月25日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

*熊额为本报告重要贡献者

杭州银行

营收表现亮眼, 不良延续改善趋势

伴随自身资产负债结构调整的逐步到位以及外部流动性环境的改善, 杭州银行的经营表现自18年以来呈现逐季改善的趋势。与此同时, 资产质量在区域经济环境趋稳的背景下改善明显, 存量包袱基本出清, 维持公司增持评级。

支撑评级的要点

■ 营收表现亮眼, 手续费增速回暖

杭州银行18年及19年1季度净利润同比分别增18.9%/19.3%, 基本保持稳定。公司1季度营收同比增26.6%, 增速较18年全年进一步提升5.8个百分点, 表现亮眼。我们判断净利息收入的高增是最为主要的驱动因素, 为剔除准则变动影响, 我们将净利息收入与投资收益合并计算, 19年1季度两项合计增速近30%, 较18年末16%的水平大幅提升。从手续费表现来看, 1季度表现同样有所回暖, 同比增7.4% (vs18年全年下降27%), 拆分18年手续费结构发现, 托管业务收入的大幅下滑 (同比减少49%) 是拖累手续费的最主要因素, 我们认为主要与资管新规的落地有关, 而19年相关调整压力有所缓释, 推动手续费表现改善。公司19年1季度拨备前利润增速达到28%, 由于拨备计提力度的加大 (拨备计提同比增38%), 净利润增速略有收敛, 但仍维持行业第一梯队。

■ 规模增长稳健, 结构优化推动息差改善

杭州银行1季度规模环比年初增长1%, 同比增速与18年末持平在11%, 扩张保持稳健。结构上, 贷款环比年初增长8%, 投放保持快速, 同业资产压降21%, 资产端结构持续向信贷倾斜。负债端, 存款环比年初增长4%, 带动存款占比提升2个百分点至64%, 结构同步优化。受益资产负债两端的调整以及1季度整体相对宽松的流动性环境, 公司息差1季度明显提升, 我们测算公司1季度初期末净息差环比4季度提升10BP至1.61%, 如进一步考虑准则变动因素, 预计1季度真实息差的改善超20BP。

■ 不良持续下行, 拨备水平稳步修复

杭州银行18年和19年1季度的不良率分别为1.45%和1.40% (vs18年3季度1.52%), 呈稳步下行态势, 18年全年不良生成率较17年下降14BP至0.98%, 与此同时逾期90天与不良贷款剪刀差全年改善45个百分点至74%, 关注类贷款下降1.59个百分点至1.26%, 反映公司资产质量的改善稳健且夯实。从拨备来看, 公司1季度末拨备覆盖率环比4季度提升9pct至265%, 拨备比稳定在3.7%, 未来拨备计提压力可控。

估值

- 我们上调公司19/20年eps至1.27/1.54 (原预测1.19/1.31), 对应增速20.4%/21.5%。目前公司股价对应19/20年PB分比为0.86x/0.78x, 当前估值安全边际较高, 维持公司增持评级。

评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期、金融监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	14,118	17,050	21,107	23,231	25,640
变动 (%)	3.0	20.8	23.8	10.1	10.4
净利润	4,550	5,412	6,513	7,914	9,460
变动 (%)	13.2	18.9	20.4	21.5	19.5
净资产收益率 (%)	11.3	12.2	13.2	14.6	15.6
每股收益	0.89	1.05	1.27	1.54	1.84
原先预测每股收益			1.19	1.31	
变动 (%)			6.72	17.5	
市盈率 (倍)	9.77	8.22	6.83	5.62	4.70
市净率 (倍)	0.76	0.94	0.86	0.78	0.70

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2018Q1	2019Q1	同比 (%)
利息收入	9137	9372	2.6
利息支出	(5633)	(5672)	0.7
净利息收入	3504	3700	5.6
手续费及佣金收入	335	353	5.4
手续费及佣金支出	(50)	(47)	(5.6)
净手续费及佣金收入	285	306	7.4
主营业务净收入	3790	4007	5.7
其他营业净收入	391	1288	229.3
营业收入	4181	5294	26.6
业务及营业费用	(1051)	(1282)	22.0
营业税金及附加	(32)	(40)	22.0
营业利润	3097	3973	28.3
营业外收支净额	3	1	(53.3)
拨备前利润	3100	3974	28.2
资产减值准备	(1399)	(1933)	38.1
税前净利润	1701	2041	20.01
所得税	(179)	(226)	26.46
股东实际税后利润	1522	1815	19.25

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

事项:

杭州银行公布 18 年年报及 19 年一季报, 2018 与 2019 年一季度净利润同比增长 18.9%/19.3%。1 季度末总资产 0.93 万亿元 (+10.9%, YoY/+1.47%, QoQ)。其中贷款 +27.2%YoY/+8.21%QoQ; 存款 +17.43%YoY/+4.45%QoQ。营业收入同比 +26.6%, 手续费净收入同比 +7.4%。不良贷款率 1.40% (-5bps, QoQ)。拨贷比 3.71% (+0bps, QoQ), 拨备覆盖率 264.50% (+8.50pct, QoQ)。公司年化 ROA 0.80% (+8bps, YoY); 年化 ROE 14.92% (+68bps, YoY), 公司核心一级资本充足率 8.05%, 资本充足率 12.78%。

营收表现亮眼, 手续费增速回暖

杭州银行 18 年及 19 年 1 季度净利润同比分别增 18.9%/19.3%, 基本保持稳定。公司 1 季度营收同比增 26.6%, 增速较 18 年全年进一步提升 5.8 个百分点, 表现亮眼。我们判断净利息收入的高增是最主要的驱动因素, 为剔除准则变动影响, 我们将净利息收入与投资收益合并计算, 19 年 1 季度两项合计增速近 30%, 较 18 年末 16% 的水平大幅提升。从手续费表现来看, 1 季度表现同样有所回暖, 同比增 7.4% (vs18 年全年下降 27%), 拆分 18 年手续费结构发现, 托管业务收入的大幅下滑 (同比减少 49%) 是拖累手续费的最主要因素, 我们认为主要与资管新规的落地有关, 而 19 年相关调整压力有所缓释, 推动手续费表现改善。公司 19 年 1 季度拨备前利润增速达到 28%, 由于拨备计提力度的加大 (拨备计提同比增 38%), 净利润增速略有收敛, 但仍维持行业第一梯队。

规模增长稳健, 结构优化推动息差改善

杭州银行 1 季度规模环比年初增长 1%, 同比增速与 18 年末持平在 11%, 扩张保持稳健。结构上, 贷款环比年初增长 8%, 投放保持快速, 同业资产压降 21%, 资产端结构持续向信贷倾斜。负债端, 存款环比年初增长 4%, 带动存款占比提升 2 个百分点至 64%, 结构同步优化。受益资产负债两端的调整以及 1 季度整体相对宽松的流动性环境, 公司息差 1 季度明显提升, 我们测算公司 1 季度期初期末净息差环比 4 季度提升 10BP 至 1.61%, 如进一步考虑准则变动因素, 预计 1 季度真实息差的改善超 20BP。



不良持续下行，拨备水平稳步修复

杭州银行 18 年和 19 年 1 季度的不良率分别为 1.45% 和 1.40% (vs18 年 3 季度 1.52%)，呈稳步下行态势，18 年全年不良生成率较 17 年下降 14BP 至 0.98%，与此同时逾期 90 天与不良贷款剪刀差全年改善 45 个百分点至 74%，关注类贷款下降 1.59 个百分点至 1.26%，反映公司资产质量的改善稳健且夯实。从拨备来看，公司 1 季度末拨备覆盖率环比 4 季度提升 9pct 至 265%，拨贷比稳定在 3.7%，未来拨备计提压力可控。

投资建议：

伴随自身资产负债结构调整的逐步到位以及外部流动性环境的改善，杭州银行的经营表现自 18 年以来呈现逐季改善的趋势。与此同时，资产质量在区域经济环境趋稳的背景下改善明显，存量包袱基本出清。考虑到公司盈利能力的修复以及不良压力的减轻，我们上调公司 19/20 年 eps 至 1.27/1.54(原预测 1.19/1.31)，对应增速 20.4%/21.5%。目前公司股价对应 19/20 年 PB 分比为 0.86x/0.78x，当前估值安全边际较高，维持公司**增持**评级。

风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业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，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易摩擦发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.89	1.05	1.27	1.54	1.84
BVPS (摊薄/元)	11.42	9.20	10.06	11.14	12.45
每股股利	0.30	0.25	0.25	0.31	0.37
分红率(%)	24.15	23.70	20.00	20.00	20.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	284	350	421	496	586
证券投资	431	413	434	456	478
应收金融机构的款项	44	74	74	74	74
生息资产总额	822	909	1,007	1,114	1,238
资产合计	833	921	1,021	1,130	1,255
客户存款	449	533	613	705	810
计息负债总额	743	842	928	1,026	1,138
负债合计	782	864	959	1,062	1,181
股本	4	5	5	5	5
股东权益合计	52	57	62	67	74
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	12.27	13.99	16.03	18.05	20.35
净手续费及佣金收入	1.62	1.18	1.28	1.38	1.49
营业收入	14.12	17.05	21.11	23.23	25.64
营业税金及附加	(0.12)	(0.13)	(0.21)	(0.23)	(0.26)
拨备前利润	9.53	11.80	14.57	16.03	17.70
计提拨备	(4.53)	(6.01)	(7.59)	(7.56)	(7.57)
税前利润	5.00	5.79	6.97	8.47	10.12
净利润	4.55	5.41	6.51	7.91	9.46
资产质量					
NPL ratio(%)	1.59	1.45	1.35	1.30	1.30
NPLs	4.52	5.09	5.68	6.45	7.61
拨备覆盖率(%)	211	256	312	347	359
拨贷比(%)	3.36	3.71	4.22	4.51	4.67
一般准备/风险加权资(%)	1.98	2.26	2.78	3.17	3.49
不良贷款生成率(%)	1.12	0.98	0.90	0.80	0.70
不良贷款核销率(%)	(0.93)	(0.80)	(0.75)	(0.63)	(0.49)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理 (%)					
贷款增长率	15.10	23.48	20.00	18.00	18.00
生息资产增长率	15.36	10.48	10.85	10.64	11.10
总资产增长率	15.67	10.53	10.85	10.64	11.10
存款增长率	21.81	18.76	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	13.37	13.29	10.22	10.59	10.95
净利息收入增长率	4.88	14.06	14.56	12.61	12.73
手续费及佣金净收入增长率	(21.64)	(26.83)	8.00	8.00	8.00
营业收入增长率	3.03	20.77	23.80	10.06	10.37
拨备前利润增长率	3.54	23.84	23.42	10.07	10.38
税前利润增长率	5.90	15.74	20.35	21.49	19.54
净利润增长率	13.17	18.94	20.35	21.49	19.54
非息收入占比	11.45	6.94	6.05	5.94	5.81
成本收入比	31.75	29.92	29.92	29.92	29.92
信贷成本	1.71	1.89	1.97	1.65	1.40
所得税率	9.07	6.56	6.56	6.56	6.56
盈利能力 (%)					
NIM	1.65	1.71	1.77	1.80	1.83
拨备前 ROAA	1.23	1.35	1.50	1.49	1.48
拨备前 ROAE	21.09	21.66	24.53	24.92	25.11
ROAA	0.59	0.62	0.67	0.74	0.79
ROAE	11.32	12.16	13.19	14.55	15.63
流动性 (%)					
分红率	24.15	23.70	20.00	20.00	20.00
贷存比	63.27	65.78	68.64	70.43	72.27
贷款/总资产	34.06	38.05	41.19	43.93	46.66
债券投资/总资产	51.68	44.87	42.50	40.33	38.12
银行同业/总资产	5.25	8.08	7.29	6.58	5.93
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	8.69	8.17	8.19	8.30	8.44
资本充足率	14.30	13.15	12.68	12.35	12.08
加权风险资产-一般法	480	576	638	706	784
% RWA/总资产(%)	57.66	62.50	62.50	62.50	62.50

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6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个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6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