

杭州银行 (600926)

 证券研究报告
 2019年04月27日

业绩高增态势延续，资产质量显著改善

事件：4月25日，杭州银行披露18年年报及19年一季报。18年、1Q19分别实现营收170.5亿、52.9亿，YoY +20.8%、+26.6%；拨备前利润118.2亿、39.7亿，YoY +24.2%、+28.3%；归母净利润54.1亿、18.2亿，YoY +18.9%、+19.3%；ROE达11.01%、14.92%(年化)，依然较高；不良率为1.45%、1.40%。

点评：

业绩高增长态势延续，ROE有望继续上行

18年营收增速大幅回升，19Q1仍保持较高水平。杭州银行营收增速自14年12.7%开始下滑，于17年触底于3.0%；并于18年强势反弹，高达20.8%，19Q1该增长态势仍然保持，为26.6%（与18Q1的28.6%接近，表征高增态势持续）。**规模扩张和非息收入是主要驱动因素。**18年生息资产规模YoY +10.5%，19Q1比19年初增2.2%。17年/18年/1Q19净非息收入YoY为-7.8%、65.2%、135.7%，主要源于会计政策调整。净息差仅小幅上行6BP至1.71%。在此基础上，18年/1Q19收获了18.9%和19.3%的净利润增速，以及11.01%、14.92%(年化)的ROE，1Q19业绩回升之势有所加强。

资产端扩张力度加大，存款成本压力较高

加大信贷投放，个贷增长较快。17年/18年/1Q19贷款YoY为15.1%、23.5%、27.1%，增速持续上扬。其中，18年/19Q1个贷YoY高达36.3%、35.6%，零售重视度提高。**投资增速回升，结构调整或降低风险。**强监管之下，18年投资YoY以-4.8%的水平触底，而在19年初稳增长政策导向下，19Q1又回升至10.9%。18年相比17年，政府债、金融债、政策性银行债共增加592亿，投资基金增加210亿，非标仅增加100亿，整体信用风险有所下降。**存款成本压力较高。**19Q1存款YoY +16.4%，主要靠定期存款支撑，18-19Q1其YoY高达49.7%和46.8%，活期仅增长1.7%和3.3%。揽储压力下，定期存款增量多为高成本的结构存款，使18年存款付息率同比上升30BP。

资产质量持续大幅改善，资本约束有待解决

不良率自16年高点到19Q1已累计下降21BP到1.40%，持续改善；拨备覆盖率自17H1的低点持续上升，到19Q1底已达到264%，安全垫较足。潜在不良持续大幅改善。18年逾期率/逾期90+比例，同比下降103BP/83BP；逾期与不良剪刀差从17年的63BP，已降至18年的-26BP；逾期90+比例亦低于不良率38BP，不良认定严格。**资本约束亟待解决。**19Q1时核心一级资本充足率为8.05%，较监管底线仅剩55BP，亟待补充。据《每日经济新闻》报道，浙江银保监局已批复同意杭州银行发行不超过100亿的二级资本债。但这仍无法缓和核心一级资本的紧张局面，后续仍需要针对性的外源补充。

投资建议：业绩高增长态势不改，资产质量持续优化

19Q1 ROE 高达 14.92%(年化)；投资端结构更稳健，零售客户基础夯实；资产质量持续大幅改善。预计19-21年归母净利润增速为19.6%/18.7%/17.5%，对应EPS为1.26/1.50/1.76元，考虑到城商行平均PB自2月初以来已涨19%，故上调目标估值为1.2倍19年PB，目标价12.48元，**维持增持评级。**

风险提示：存款增速不达预期约束资产扩张；内外部环境不确定性加强。

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	8.54元
目标价格	12.48元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,130.20
流通A股股本(百万股)	2,081.69
A股总市值(百万元)	43,811.91
流通A股市值(百万元)	17,777.64
每股净资产(元)	9.66
资产负债率(%)	93.63
一年内最高/最低(元)	11.95/7.28

作者

廖志明 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517070001
 liaozhiming@tfzq.com
余金鑫 联系人
 yujinxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

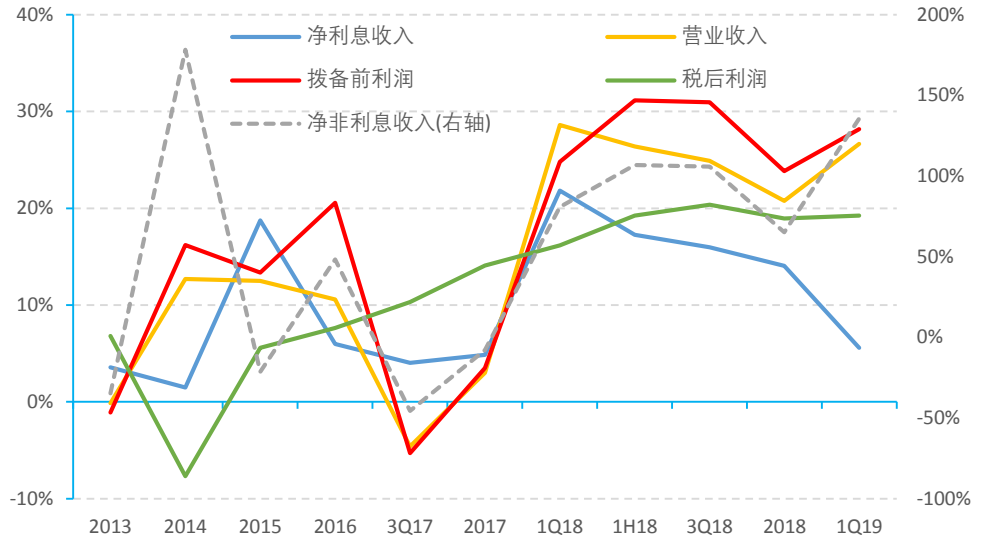
相关报告

1 《杭州银行-首次覆盖报告:不良之困已远，业绩回升显著》2019-03-05

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	141	171	198	222	250
增长率(%)	2.8	20.8	16.1	12.3	12.5
归属母公司股东净利润(亿元)	46	54	65	77	90
增长率(%)	13.2	18.9	19.6	18.7	17.5
每股收益(元)	1.24	1.05	1.26	1.50	1.76
市盈率(P/E)	7.01	8.26	6.21	5.23	4.45
市净率(P/B)	0.76	0.95	0.75	0.66	0.58

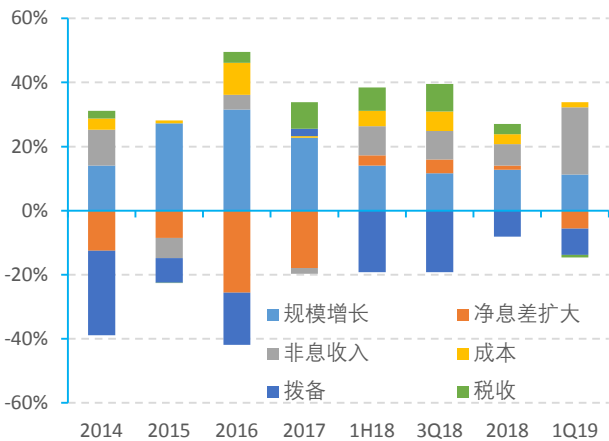
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：18 年营业收入与拨备前利润增速大幅回升，且 1Q19 仍保持较高增速



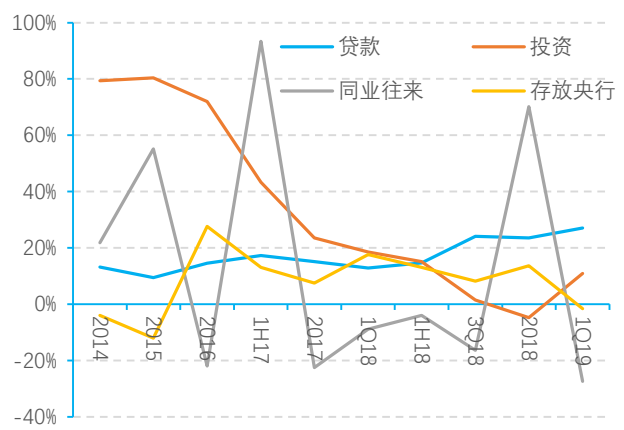
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：净利润贡献度拆解：规模扩张和非息收入是主要驱动因素



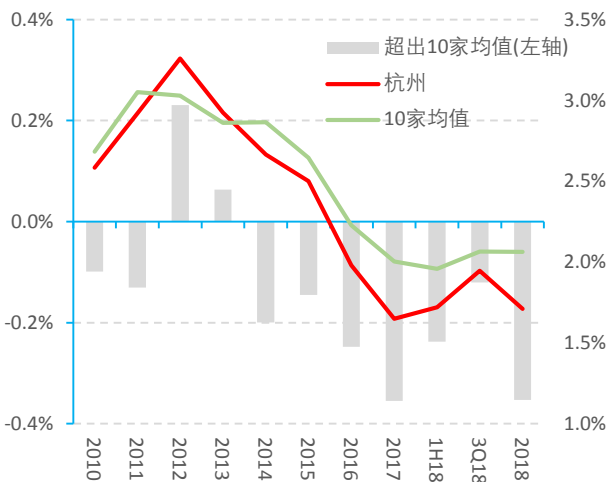
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：贷款保持高增，投资增速于 18Q4 触底回升



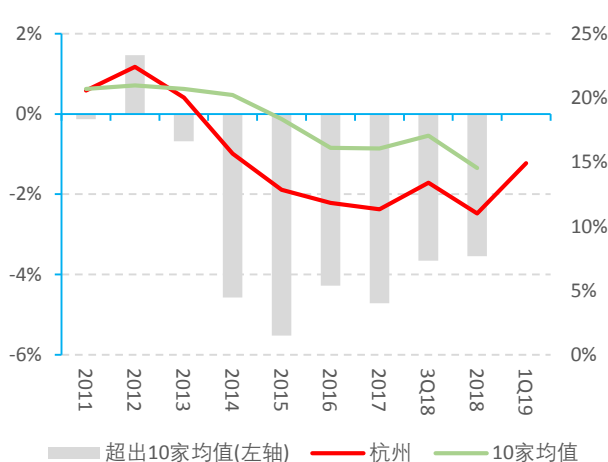
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：18 年净息差比 17 年增长 7BP，仍然承压



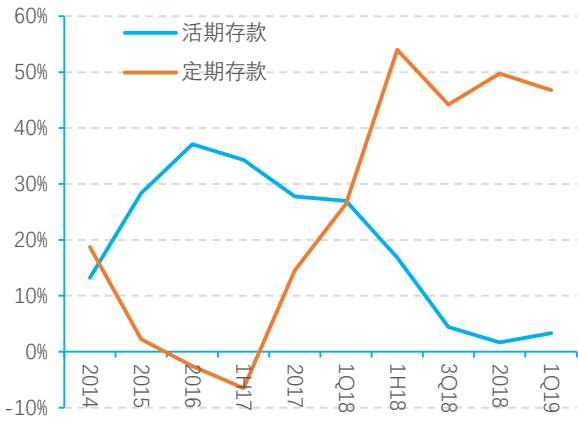
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：18 年杭州银行 ROE 相较可比同业差距收窄



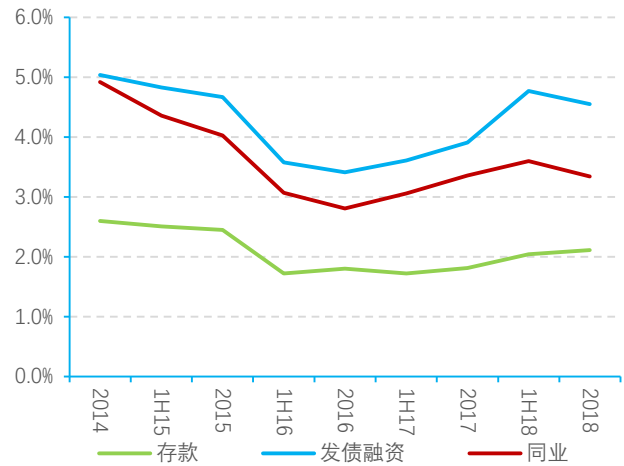
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：存款同比增速——负债端主要靠定期存款扩张



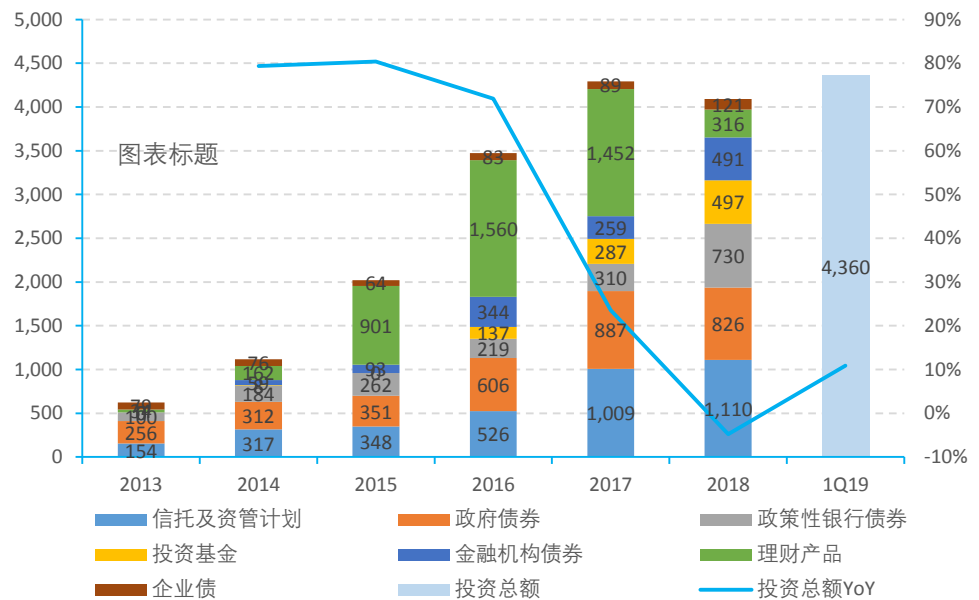
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：负债端成本率——存款成本上行，同业负债成本下降



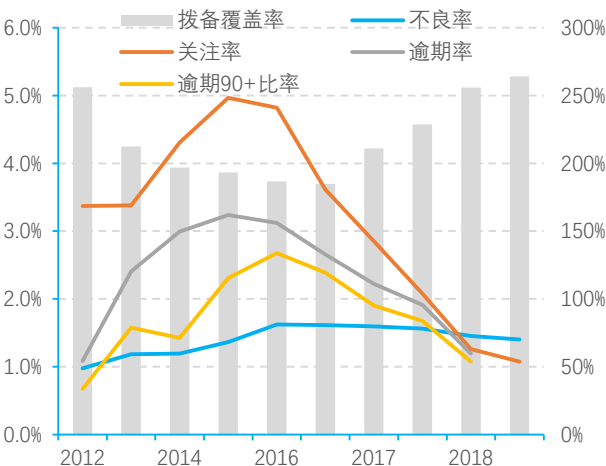
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：18 年金融资产投资额与 18H1 年基本持平，同业存单/政府债/信托收益权增势趋缓（单位：亿元）



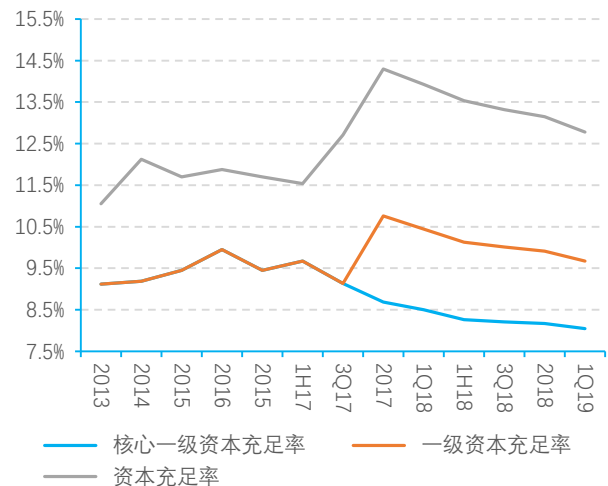
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 9：不良及其前置指标大幅下降，拨备覆盖率已大幅回升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：核心以及资本充足率距离监管底线的空间较紧张



资料来源：公司财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	123	140	164	185	209	净利润增速	13.2%	18.9%	19.6%	18.7%	17.5%
手续费及佣金	16	12	12	12	13	拨备前利润增速	3.1%	24.2%	21.2%	15.0%	15.0%
其他收入	2	19	22	25	28	税前利润增速	5.9%	15.7%	24.2%	18.7%	17.5%
营业收入	141	171	198	222	250	营业收入增速	2.8%	20.8%	16.1%	12.3%	12.5%
营业税及附加	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	净利息收入增速	4.9%	14.1%	17.5%	12.7%	13.0%
业务管理费	(45)	(51)	(54)	(56)	(59)	手续费及佣金增速	-21.6%	-26.8%	2.0%	2.0%	2.0%
拨备前利润	95	118	143	165	190	营业费用增速	8.0%	13.8%	5.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(45)	(60)	(71)	(79)	(89)	规模增长					
税前利润	50	58	72	85	100	生息资产增速	15.5%	10.5%	11.0%	13.0%	11.7%
所得税	(5)	(4)	(7)	(9)	(10)	贷款增速	15.1%	23.5%	16.0%	14.0%	12.0%
净利润	46	54	65	77	90	同业资产增速	-22.5%	70.2%	0.0%	5.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	23.6%	-4.8%	10.0%	15.0%	13.7%
贷款总额	2838	3505	4066	4635	5191	其他资产增速	36.3%	34.1%	193.0%	41.0%	65.5%
同业资产	437	744	744	781	820	计息负债增速	13.4%	13.3%	14.3%	14.2%	14.8%
证券投资	4292	4086	4495	5169	5877	存款增速	21.8%	18.8%	10.0%	9.0%	9.0%
生息资产	8297	9165	10175	11500	12849	同业负债增速	12.6%	-20.2%	10.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	131	176	516	728	1204	股东权益增速	34.4%	10.3%	10.8%	11.6%	12.2%
总资产	8333	9211	10516	12006	13784	存款结构					
客户存款	4486	5328	5861	6388	6963	活期	59.2%	50.6%	50.64%	50.64%	50.64%
其他计息负债	2942	3088	3755	4591	5643	定期	35.9%	45.2%	45.24%	45.24%	45.24%
非计息负债	387	223	268	321	385	其他	5.0%	4.1%	4.11%	4.11%	4.11%
总负债	7815	8639	9883	11300	12991	贷款结构					
股东权益	518	572	633	706	793	企业贷款(不含贴现)	61.6%	60.7%	60.69%	60.69%	60.69%
每股指标						个人贷款	33.0%	36.4%	36.45%	36.45%	36.45%
每股净利润(元)	1.24	1.05	1.26	1.50	1.76	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.60	2.30	2.79	3.21	3.70	不良贷款率	1.59%	1.45%	1.68%	1.82%	1.92%
每股净资产(元)	11.42	9.20	10.40	11.82	13.51	正常	95.56%	97.29%	98.79%	98.84%	98.89%
每股总资产(元)	227.41	179.54	204.99	234.04	268.69	关注	2.85%	1.26%	1.21%	1.16%	1.11%
P/E	7.0	8.3	6.21	5.23	4.45	次级	0.65%	0.67%			
P/PPOP	3.4	3.8	2.81	2.44	2.12	可疑	0.48%	0.30%			
P/B	0.8	0.9	0.75	0.66	0.58	损失	0.46%	0.48%			
P/A	0.0	0.0	0.04	0.03	0.03	拨备覆盖率	211.03%	256.00%	256.97%	261.96%	269.78%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.51%	1.71%	1.70%	1.71%	1.72%	资本充足率	14.30%	13.15%	11.91%	10.87%	9.99%
净利差(Spread)	1.61%	1.66%	1.71%	1.74%	1.77%	核心资本充足率	8.69%	8.17%	7.76%	7.40%	7.09%
贷款利率	4.74%	5.13%	5.21%	5.26%	5.31%	资产负债率	93.78%	93.79%	93.98%	94.12%	94.25%
存款利率	1.81%	2.11%	2.14%	2.16%	2.18%	其他数据					
生息资产收益率	4.22%	4.46%	4.56%	4.62%	4.68%	总股本(亿)	36.64	51.30	51.30	51.30	51.30
计息负债成本率	2.61%	2.80%	2.83%	2.85%	2.87%						
盈利能力											
ROAA	0.59%	0.62%	0.66%	0.68%	0.70%						
ROAE	11.32%	12.16%	12.88%	13.48%	13.90%						
拨备前利润率	1.22%	1.35%	1.45%	1.46%	1.47%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com