

杭州银行：

业绩高增长可持续性**强**，PEG仅0.4价值被低估

太平洋证券银行团队

证券分析师：孙立金

执业资格证书编码：S1190516090002

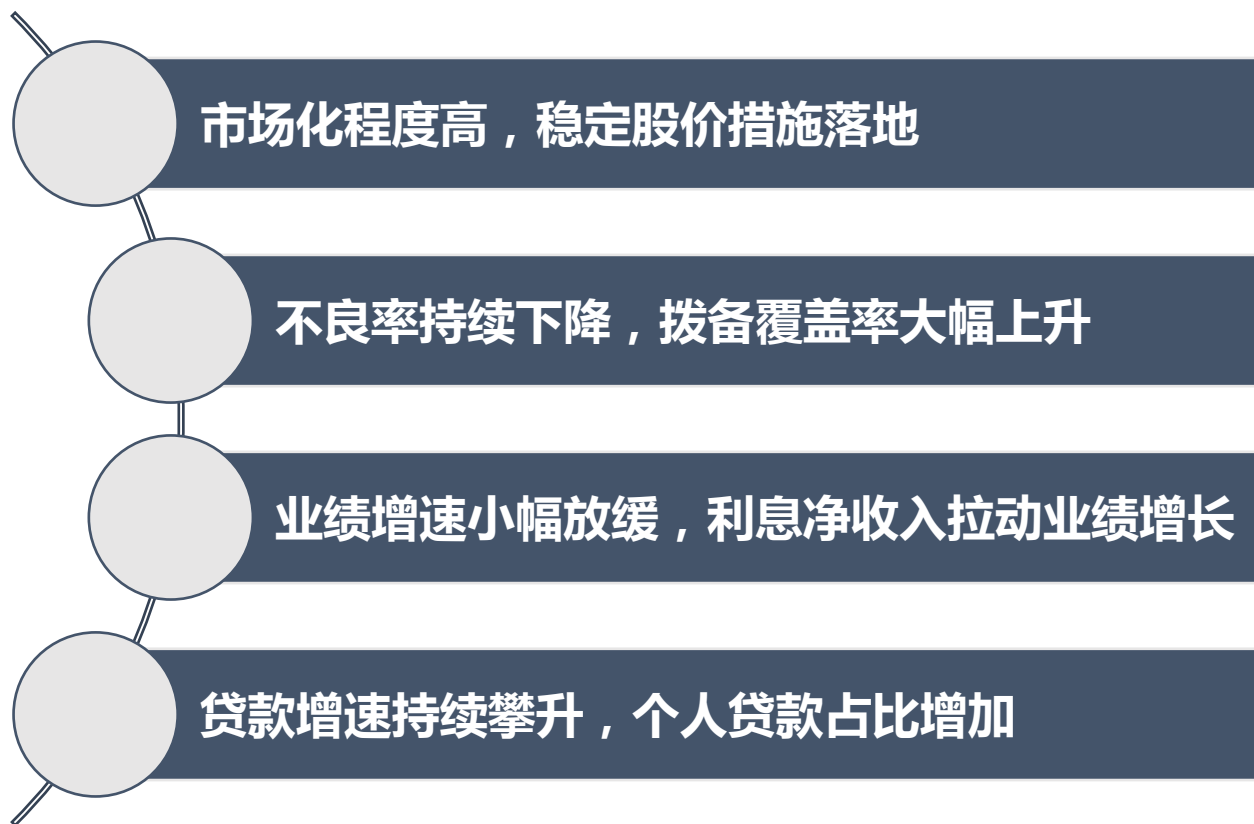
研究助理：支初蓉

2019.02

投资建议

- **稳定股价措施完成，大股东增持彰显信心。** 2月2日，杭州银行发布稳定股价措施公告。根据稳定股价预案，公司已满足稳定股价的触发条件。2月11日至14日，杭州市财政局及其一致行动人财开集团分别增持了公司普通股股份0.18亿股和0.10亿股，分别占公司普通股总股本的0.37%和0.20%，增持后分别持股11.44%和7.96%。大股东增持表现出对公司价值成长的认可，彰显了其对公司未来发展前景的信心。
- **不良率持续下降，拨备覆盖率大幅上升。** 2018年末，杭州银行不良率为1.45%（2018Q3：1.52%；2017：1.59%），环比同比均下降。同时，拨备覆盖率显著提升至256%（2018Q3：229%；2017：211%），较三季度末提升27个百分点。此外，关注贷款率显著下降，逾期90天以上贷款降幅扩大。2018年末，逾期90天以上贷款/不良贷款降至74.1%，较上年末下降33.2个百分点。
- **业绩高增长，规模驱动可持续性较强。** 2018年，公司营业收入171亿元，同比+21.0%（2018Q3:24.9%；2017:2.8%）；归母净利润54亿元，同比+19.0%（2018Q3：20.4%；2017：13.2%）。2015年起，公司业绩同比增速持续提升（2015：5.6%；2016：8.5%）。2018年前三季度，公司归母净利润同比+20.4%。其中，利息净收入、其他非息收入对业绩增长的贡献率分别为40.0%、36.9%。利息净收入中，生息资产平均余额和净息差对业绩增长的贡献率分别为19.9%、20.2%。
- **资产规模增速回升，贷款增速连续上升。** 2018年末，杭州银行总资产规模为9212亿元，同比+10.6%（2018Q3：9.1%；2017：15.7%）。贷款余额为3507亿元，同比+27.8%（2018Q3：23.6%；2017：14.7%），占总资产的比重为38.1%（2018Q3：38.5%；2017：32.9%）。其中，个人贷款1277亿元，同比+36.4%。杭州银行规模扩张持续，贷款同比增速在上市银行中领先。
- 预计19/20年归母净利润YOY分别为18.0%/17.8%，对应BVPS12.3/13.3元，现价0.73/0.68倍PB。2019年目标价12.3元，对应1倍PB，现价空间36%，给予“买入”评级。

目录



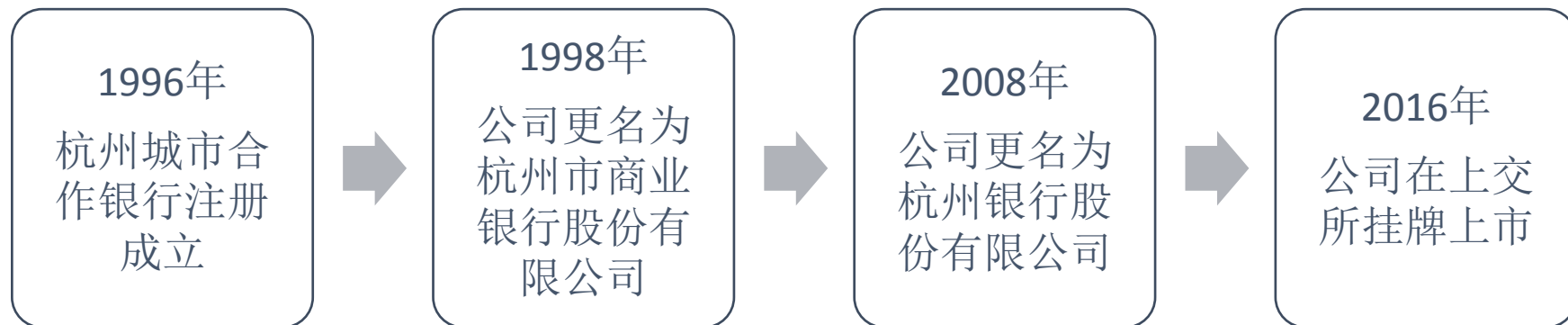
1

市场化程度高，稳定股价措施落地

历史沿革：

- 1996年9月，杭州城市合作银行成立；
- 1998年，公司更名为杭州市商业银行股份有限公司；
- 2008年，公司更名为杭州银行股份有限公司；（该行2007年就启动上市计划；2002年，杭州银行率先在城商行中实施不良资产置换；2003年，杭州银行实现产权多元化；2005年，杭州银行增资扩股引入数家民营企业；同年4月与2006年8月，杭州银行先后引入澳洲联邦银行、亚洲开发银行为战略投资者。此后，杭州银行数次进行员工股受让、增资扩股、高管减持等以改善内部股权结构。）
- 2016年10月27日，公司在上交所上市。
- 在英国《银行家》杂志2017年公布的全球银行1000强排名中，按一级资本排名列第209位。近年来，获得了“最佳城市商业银行”、“最佳科技金融服务城商行”、“全国支持中小企业发展十佳商业银行”等荣誉。

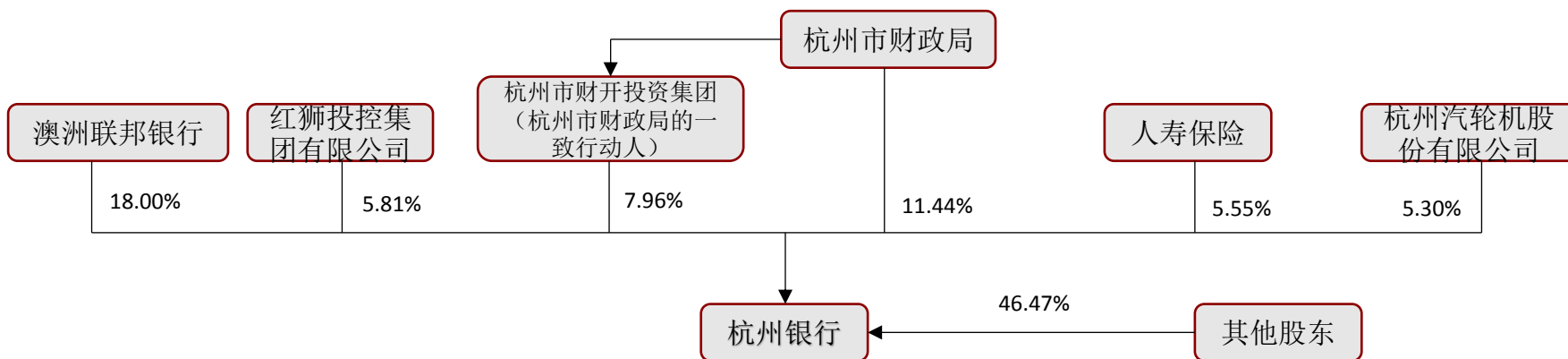
图表：杭州银行历史进程



机制：市场化程度高，第一大股东是澳洲联邦银行，实际控制人为杭州市财政局

- 实际控制人：杭州市财政局。杭州市财政局是公司股东杭州市经济技术开发区财政局、杭州市江干区财政局、杭州市西湖区财政局、杭州市下城区财政局的主管职能部门。公司股东杭州市财开集团为杭州市金融投资集团的全资子公司，杭州市金融投资集团的出资人是杭州市政府。公司股东杭州上城区投资控股集团出资人为杭州市上城区财政局；杭州余杭金融控股集团出资人为杭州市余杭区财政局。上述四家财政局、财开集团、上城区投资控股集团及余杭金融控股集团均为杭州市财政局的一致行动人。该八家企业合计持有杭州银行9.13亿股，占总股本的24.73%。
- 截至2018年三季度末，持股5%以上的股东还有：
- 澳洲联邦银行：持股比例为18%，是杭州银行第一大股东，1911年成立，提供综合金融服务；
- 杭州市财开投资集团：持股比例为7.96%，1993年成立，注册资本24亿元，主营受托资产管理、实业投资、投资管理、投资咨询等业务；
- 红狮控股集团：持股比例为6.09%，2004年成立，注册资本7.18亿元，主营对企业投资、参股；建筑材料的购销等业务；
- 中国人寿保险：持股比例为5.55%，2003年成立，注册资本282.65亿元，主营人寿保险、健康保险、意外伤害保险等人身保险业务；
- 杭州汽轮机股份有限公司：持股比例为5.3%，1998年成立，注册资本7.54亿元，主营汽轮机、燃气轮机等机械设备及辅助设备的设计、制造、销售等业务。

图表：杭州银行股权结构（2019M2）



特殊政策：稳定股价筑安全底，大股东增持彰显决心

- 2019年2月2日，杭州银行发布稳定股价措施公告。根据稳定股价预案，公司上市三年内，若公司每年连续20个交易日的收盘价低于公司最近一年经审计的每股净资产（**触发条件**），公司将通过回购股票；实际控制人及其一致行动人增持公司股票；董事、高管增持公司股票等方式启动股价稳定措施。每个自然年度，公司需强制启动稳定股价措施的义务仅限一次。
- 2月11日至14日，杭州市财政局及财开集团分别增持了公司普通股股份0.18亿股和0.10亿股，分别占公司普通股总股本的0.37%和0.20%。
- 2月12日至14日，公司股票连续3个交易日收盘价高于公司最近一年经审计的每股净资产，已满足增持股份计划的**终止条件**。至此，公司本年度稳定股价措施完成。

图表：增持计划实施结果

单位：亿股	增持前持股	增持股份数	增持后持股
杭州市财政局	5.68	0.18	5.87
杭州市财开投资集团	3.98	0.10	4.08
占比			
杭州市财政局	11.08%	0.37%	11.44%
杭州市财开投资集团	7.76%	0.20%	7.96%

一、公司稳定股价措施的触发条件

根据稳定股价预案，公司上市后三年内，若公司股票每年首次连续20个交易日的收盘价均低于公司最近一年经审计的每股净资产，公司将通过（1）公司回购股票；（2）公司实际控制人及其一致行动人增持公司股票；（2）董事（不含独立董事、下同）、高级管理人员增持公司股票等方式启动股价稳定措施。在每一个自然年度，公司需强制启动稳定股价措施的义务仅限一次。

网点全覆盖中国核心经济区

- 2017年末，杭州银行拥有201家分支机构，网点覆盖长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈。其中，杭州地区设有100家分支机构，包括18家直属支行（含总行营业部）和下辖的78家支行，以及科技文创金融事业部下辖的4家支行。公司还在北京、上海、深圳等地设有14家分行及86家下辖支行。
- 2017年末，公司在职员工数量为6715人，均为母公司员工。

图表：杭州银行总行和分行分布（2017年末）

机构名称	机构数	资产规模（亿元）	机构名称	机构数	资产规模（亿元）	机构名称	机构数	资产规模（亿元）
总行	-	4,299.79	丽水分行	2	7.18	保俶支行	5	139.39
总行营业部	4	716.04	舟山分行	5	78.12	西城支行	6	95.21
北京分行	15	483.95	嘉兴分行	5	79.46	环北支行	11	178.47
上海分行	16	454.78	台州分行	1	4.77	萧山支行	5	125.41
深圳分行	9	341.20	科技文创金融事业部	6	172.61	余杭支行	4	124.11
南京分行	11	327.08	滨江支行	7	143.83	临安支行	2	33.03
合肥分行	9	191.72	湖墅支行	11	146.68	桐庐支行	2	18.21
宁波分行	9	163.32	城东支行	10	108.46	建德支行	1	19.20
温州分行	6	42.90	下沙开发区	3	29.92	富阳支行	3	52.14
绍兴分行	6	124.42	江城支行	7	126.71	淳安支行	1	15.41
衢州分行	2	35.08	官巷口支行	6	177.88	德清支行	1	44.79
金华分行	2	41.40	西湖支行	8	177.93			

参股浙江省内唯一的全国性消费金融公司

- 杭州银行发起设立了杭银消费金融股份有限公司，投资入股了石嘴山银行，与澳洲联邦银行共同投资设立了五家村镇银行。
- 杭银消费金融股份有限公司：成立于2015年，注册资本5亿元，由公司与西班牙对外银行及浙江网盛生意宝股份有限公司等浙江省内著名民企共同设立，是目前浙江省唯一一家全国性消费金融公司，杭州银行持有41%的股份。
- 石嘴山银行：1987年成立，注册资本10.2亿元，杭州银行与国电财务有限公司并列为第一大股东，持股比例为19.8%，公司已实现了宁夏区内全地市覆盖，荣获“宁夏企业100强”。

图表：杭州银行主要参股公司（2017年；亿元）

被参控公司	直接持股比例	注册资本	总资产	净资产	净利润
石嘴山银行股份有限公司	20%	10.20	517.05	38.63	4.02
杭银消费金融股份有限公司	41%	5.00	16.71	4.56	-0.35
济源齐鲁村镇银行有限责任公司	20%	1.20	4.24	1.39	0.01
浙江缙云联合村镇银行股份有限公司	10%	1.00	5.99	0.85	-0.04
登封齐鲁村镇银行有限责任公司	20%	0.70	1.34	0.51	-0.07
伊川齐鲁村镇银行有限责任公司	20%	0.60	2.00	0.58	0.04
兰考齐鲁村镇银行有限责任公司	20%	0.50	1.85	0.43	-
澠池齐鲁村镇银行有限责任公司	20%	0.50	1.04	0.35	-0.03

实施“六六战略”，创价值领先银行

- 愿景：中国价值领先银行；
- 发展目标：到2020年，公司的中期发展目标是成为“轻、新、精、合”的品质银行转型；
- 市场定位：坚持服务区域经济、中小企业和城乡居民；
- **2016年至2020年期间，公司将通过实施“六六战略”支持战略目标的实现**，即聚焦六大业务发展战略，由趋同的发展战略像差异化的战略转型，由传统银行向新型银行转型；发力六项能力建设，由粗放式管理向精细化管理转变，由松懈低效向严明高效转变。
- **六大业务发展战略**：做强大零售，打造拳头产品；做专大公司，成为行业专家；做优大资管，建设同业平台；切实培育区域化特色；有效推动数字化创新；积极寻求综合化经营。
- **六大能力建设**：组织管理能力，风险经营能力，合作协同能力，资源配置能力，成本定价能力和系统建设能力。

图表：杭州银行“六六战略”



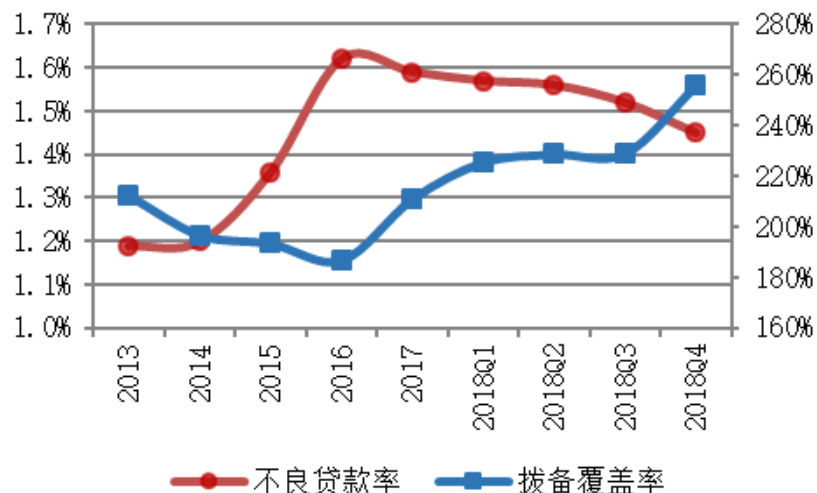
2

不良率持续下降，拨备覆盖率大幅上升

不良率持续下降，拨备覆盖率大幅上升

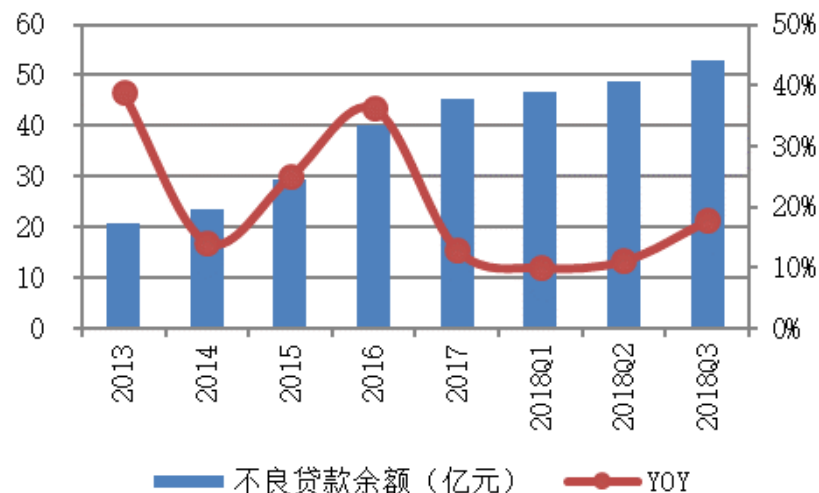
- **不良率持续下降。**2018年末，杭州银行不良率为1.45%（2018Q3：1.52%；2017：1.59%），较三季度末下降7bps，较2017年下降14bps。2017年起，杭州银行不良率持续下降，资产质量明显转好。2018年三季度末，不良贷款为53亿元，同比+17.8%（2018H：11.1%）。不良贷款增速有所提升，但总贷款规模扩张更快，不良率有所稀释。
- **拨备覆盖率大幅上升。**拨备覆盖率显著提升至256%（2018Q3：229%；2017：211%），较三季度末提升27个百分点，较2017年提升45个百分点。

图表：不良率及拨备覆盖率



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：不良贷款余额及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

关注贷款率下降，迁徙率指标转好

- **正常贷款占比增加，关注贷款占比下降。**按照五级贷款分类标准，2018三季度末杭州银行正常贷款、关注贷款、次级贷款、损失贷款金额分别为3368亿、50亿元、35亿元、11亿元、7亿元，分别占贷款总额的97.0%、1.4%、1.0%、0.3%、0.2%（2018H：96.4%、2.1%、1.0%、0.3%、0.3%）。真实不良率（关注率+不良率）由上半年末的3.6%降至3.0%。
- **关注贷款迁徙率下降。**2018年上半年末，关注贷款迁徙率为27.1%，较2017年下降0.9个百分点。

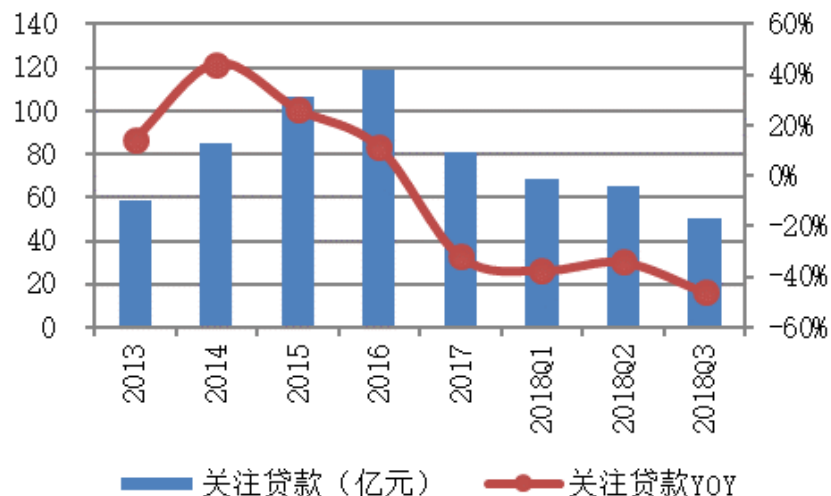
图表：按五级分类的贷款金额、占比及迁徙率

分类	金额（亿元）			占贷款总额比重			迁徙率		
	2018Q1	2018H	2018Q3	2018Q1	2018H	2018Q3	2016	2017	2018H
正常贷款	2,861	3,016	3,368	96.1%	96.4%	97.0%	2.6%	0.7%	0.7%
关注贷款	69	65	50	2.3%	2.1%	1.4%	23.1%	28.0%	27.1%
次级贷款	25	31	35	0.8%	1.0%	1.0%	37.6%	85.8%	41.5%
可疑贷款	11	10	11	0.4%	0.3%	0.3%	46.5%	62.9%	93.5%
损失贷款	10	8	7	0.4%	0.3%	0.2%	-	-	-
贷款总额	2,977	3,130	3,471	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-

关注贷款降幅扩大，逾期90天以上贷款继续减少

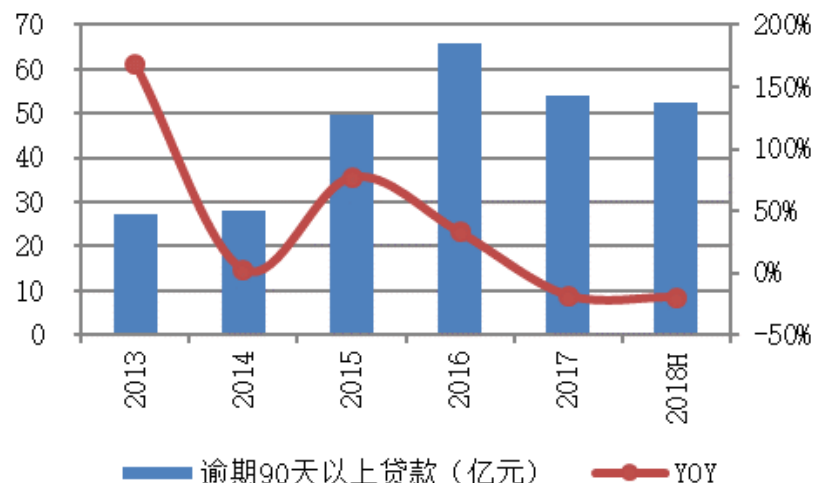
- **关注贷款降幅扩大。**2018年三季度末，杭州银行关注类贷款余额为50亿元，同比-46.1%（2018H：-34.2%），降幅继续扩大。
- **逾期90天以上贷款继续减少。**2018年上半年末，逾期贷款为60亿元，同比-11.2%（2017：-11.5%），其中，逾期90天以上贷款52亿元，同比-19.6%（2017：-18.2%），降幅较2017年扩大1.4个百分点。2018年末，逾期贷款/不良贷款降至82.5%，较上半年末下降39.9个百分点；逾期90天以上贷款/不良贷款降至74.1%，较2017年末下降33.2个百分点。

图表：关注贷款余额及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：逾期90天以上贷款及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

上市银行资产质量由于行业整体

上市银行资产质量优于银行业整体，城商行不良率较低。

图表：上市银行资产质量指标（2018H；亿元）

上市银行	不良率	逾期90天以上 贷款/贷款总额	逾期贷款/ 贷款总额	不良贷款 余额	逾期90天 以上贷款	逾期贷款	贷款总额	归母净利润	逾期90天以上贷 款/归母净利润	逾期贷款/ 归母净利润	净资产	逾期贷款 /净资产	拨备覆盖率
宁波银行	0.80%	0.59%	0.84%	30	22	32	3,791	98	11%	16%	643	4.9%	499%
南京银行	0.86%	0.84%	1.29%	38	36	56	4,361	101	18%	28%	718	7.8%	463%
常熟银行	1.01%	0.63%	1.06%	9	5	9	873	13	21%	35%	116	7.9%	386%
上海银行	1.09%	0.67%	1.48%	85	52	115	7,803	159	16%	36%	1,527	7.5%	305%
北京银行	1.23%	1.55%	2.07%	149	188	252	12,149	191	49%	66%	1,821	13.8%	260%
无锡银行	1.33%	1.09%	1.37%	9	8	10	708	10	38%	47%	102	9.5%	207%
贵阳银行	1.39%	1.26%	3.95%	19	18	55	1,397	47	19%	58%	273	20.2%	263%
江苏银行	1.40%	1.26%	1.54%	116	104	128	8,292	122	43%	53%	1,162	11.0%	182%
中国银行	1.43%	1.16%	2.41%	1,633	1,317	2,749	114,032	1,748	38%	79%	15,270	18.0%	165%
招商银行	1.43%	1.15%	1.64%	554	445	636	38,779	728	31%	44%	5,007	12.7%	316%
吴江银行	1.46%	1.35%	3.40%	8	7	18	533	8	48%	120%	87	20.8%	225%
建设银行	1.48%	0.97%	1.42%	1,988	1,305	1,916	134,524	2,461	40%	58%	18,483	10.4%	193%
交通银行	1.49%	1.36%	1.92%	715	651	918	47,940	710	46%	65%	6,637	13.8%	171%
光大银行	1.51%	1.36%	2.29%	338	303	510	22,327	320	47%	80%	3,042	16.8%	173%
工商银行	1.54%	1.22%	1.81%	2,300	1,816	2,696	149,341	2,891	47%	70%	21,786	12.4%	173%
杭州银行	1.56%	1.68%	1.91%	49	52	60	3,130	48	55%	63%	543	11.0%	229%
兴业银行	1.59%	1.22%	2.12%	426	326	567	26,746	580	28%	49%	4,352	13.0%	210%
成都银行	1.61%	2.04%	2.65%	26	33	43	1,628	41	41%	53%	285	15.1%	232%
农业银行	1.62%	1.18%	1.83%	1,859	1,350	2,100	114,631	1,960	52%	80%	15,652	13.4%	248%
平安银行	1.68%	2.08%	3.19%	310	385	590	18,487	236	82%	125%	2,281	25.9%	176%
青岛银行	1.69%	2.01%	4.12%	18	22	44	1,072	13	82%	167%	262	16.9%	160%
民生银行	1.72%	2.24%	3.16%	527	684	965	30,527	506	68%	95%	3,970	24.3%	163%
张家港行	1.72%	0.98%	1.36%	9	5	7	539	8	34%	46%	88	8.3%	207%
紫金银行	1.74%	1.04%	1.10%	14	8	9	796	6	68%	73%	103	8.5%	223%
华夏银行	1.77%	3.52%	4.44%	272	541	683	15,376	199	136%	172%	1,762	38.8%	158%
中信银行	1.80%	1.69%	2.72%	609	572	918	33,793	433	66%	106%	4,110	22.3%	151%
郑州银行	1.88%	2.78%	4.68%	26	39	65	1,392	24	82%	138%	337	19.3%	167%
浦发银行	2.06%	1.84%	2.75%	690	614	918	33,456	541	57%	85%	4,409	20.8%	147%
江阴银行	2.29%	2.17%	2.82%	14	13	17	598	8	80%	103%	98	17.2%	206%
上市银行	1.55%	1.32%	2.06%	12,839	10,925	17,088	829,022	14,208	58%	90%	114,926	14.9%	176%
国有行	1.52%	1.15%	1.85%	8,494	6,439	10,380	560,469	9,769	49%	80%	77,827	13.3%	167%
股份行	1.70%	1.76%	2.64%	3,725	3,871	5,788	219,490	3,543	82%	123%	28,933	20.0%	197%
城商行	1.24%	1.26%	1.89%	557	567	851	45,015	843	50%	76%	7,571	11.2%	176%
农商行	1.55%	1.16%	1.73%	63	47	70	4,048	53	66%	99%	595	11.8%	282%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

3

业绩增速小幅放缓，利息净收入拉动业绩增长

利息净收入拉动业绩增长

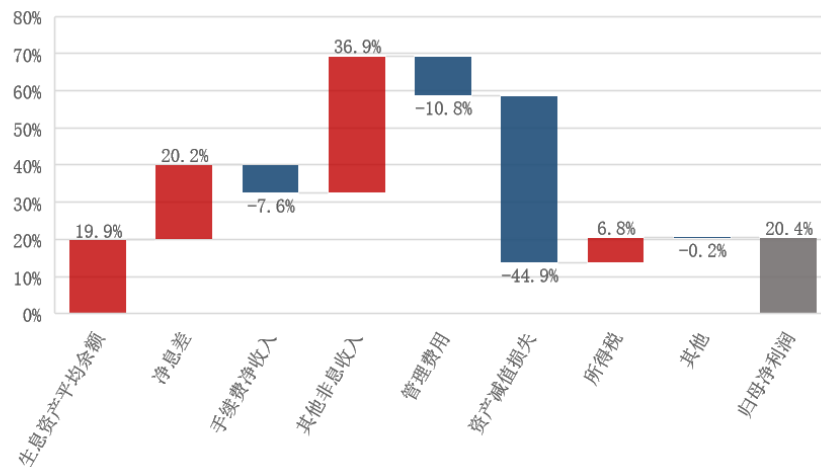
- **利息净收入是业绩增长的主要拉动力。**2018年前三季度，公司归母净利润44亿元，同比+20.4%。其中，利息净收入、其他非息收入对业绩增长的贡献率分别为40.0%、36.9%，手续费净收入、管理费用、资产减值损失拖累业绩增长，贡献率分别为-7.6%、-10.8%、-44.9%。利息净收入中，生息资产平均余额和净息差对业绩增长的贡献率分别为19.9%、20.2%。

图表：2018年前三季度业绩归因分析

影响因素	2017前三季度	2018前三季度	增加额	对归母净利润的贡献率
生息资产平均余额	5,075.2	5,477.4	7.3	19.9%
净息差	1.81%	1.95%	7.4	20.2%
手续费净收入	11.7	8.9	-2.8	-7.6%
其他非息收入	-1.5	12.1	13.5	36.9%
管理费用	-32.0	-36.0	-4.0	-10.8%
资产减值损失	-26.9	-43.3	-16.4	-44.9%
所得税	-5.7	-3.2	2.5	6.8%
其他	-0.8	-0.9	-0.1	-0.2%
归母净利润	36.7	44.1	7.5	20.4%

资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：2018年前三季度业绩归因分析图

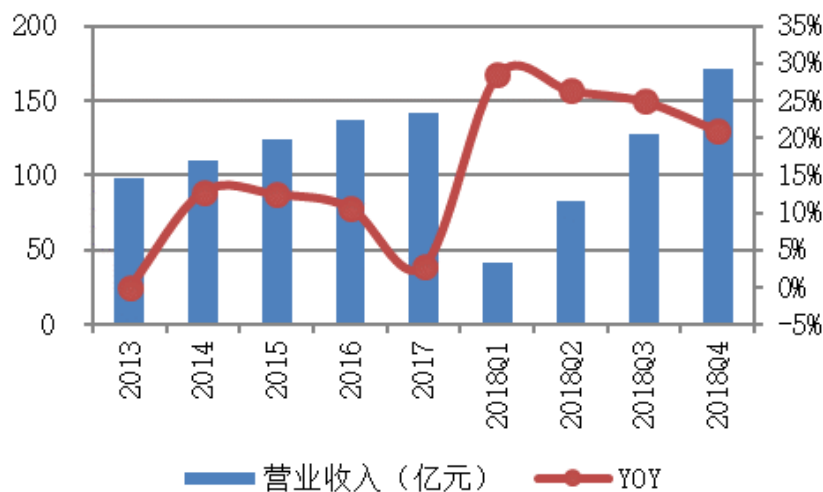


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

业绩增速小幅回落，但仍处于高位

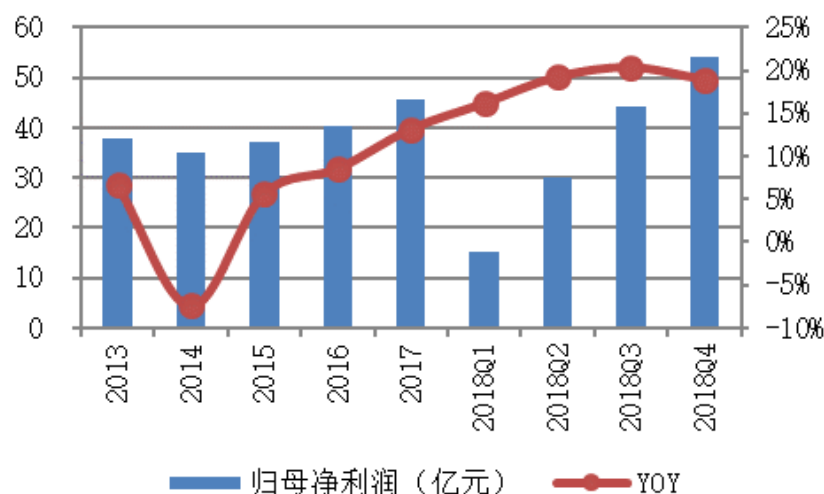
- **业绩增速小幅回落，但仍处于高位。** 2018年，杭州银行实现营业收入171亿元，同比+21.0%（2018Q3;24.9%;2017:2.8%），增速较前三季度下降4.0个百分点。2018年一季度，公司营业收入同比增速大幅上升至28.4%，二季度起略有下降（2018H：26.3%）。2018年，公司实现归母净利润54亿元，同比+19.0%（2018Q3：20.4%；2017：13.2%）。2015年起，公司业绩同比增速持续提升（2015：5.6%；2016：8.5%）。

图表：营业收入及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：归母净利润及增速

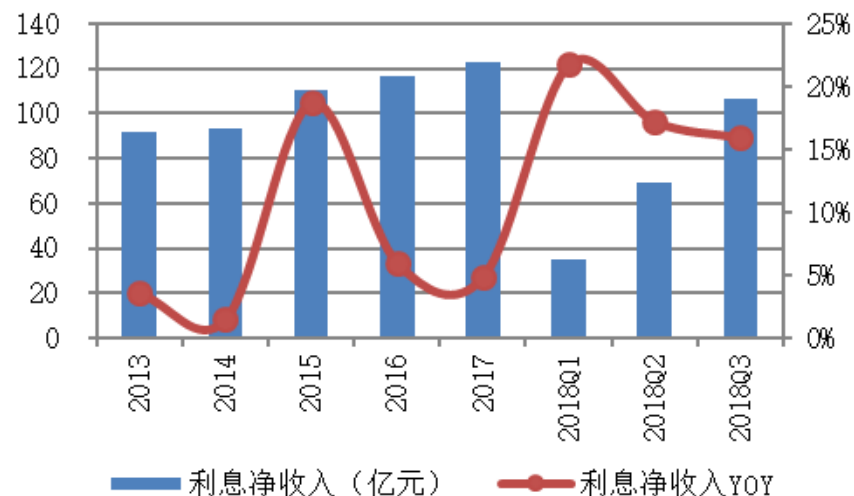


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

利息净收入增速环比略降

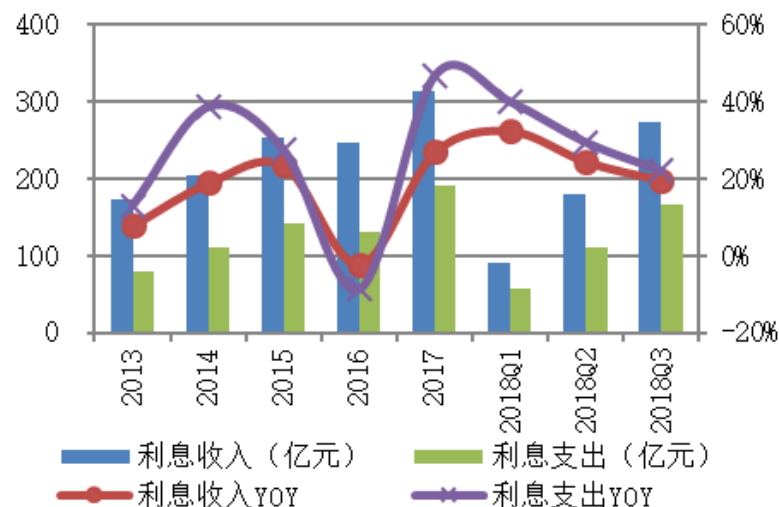
- **利息净收入增速环比略降。** 2018年前三季度，该行实现利息净收入107亿元，同比+16.0%，增速较上半年下降1.3个百分点，较2017年上升11.1个百分点。受2017年利息净收入低基数影响，2018年一季度利息净收入同比+21.8%（2018H：17.3%），二季度略有下降。

图表：利息净收入及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：利息收入与利息支出

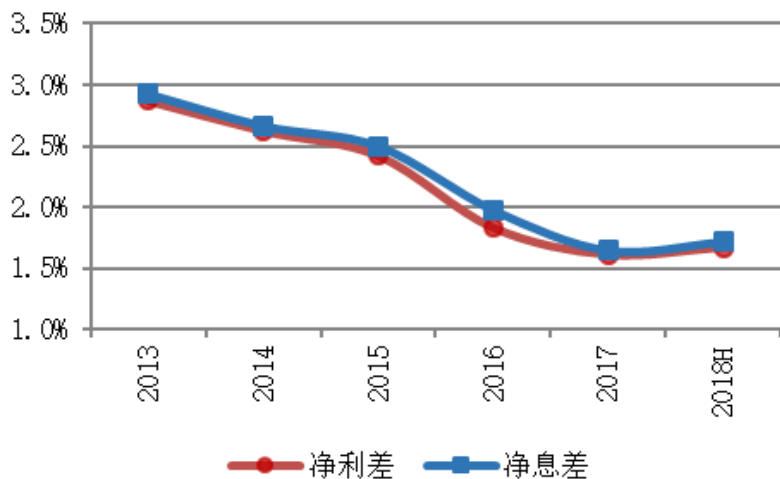


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

息差改善，生息资产收益率升幅较大

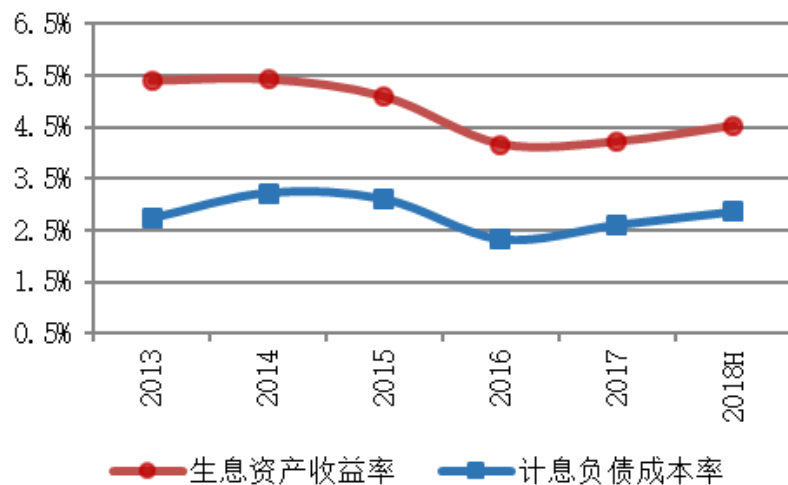
- **净息差改善。**2018年上半年，公司净息差、净利差分别为1.72%、1.67%，较2017年分别上升7个、6个百分点。2013年至2017年，公司净息差连续下降，2018年上半年企稳回升。
- **生息资产收益率上升较快。**2018年上半年，生息资产收益率、计息负债成本率分别为4.53%、2.86%（2017：4.22%、2.61%），较2017年分别上升31bps、25bps。

图表：净利差及净息差



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：生息资产收益率&计息负债成本率

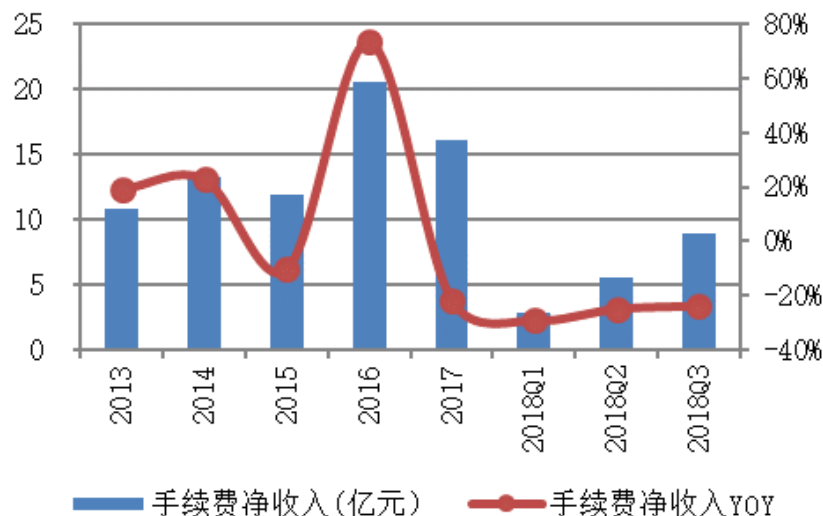


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

手续费净收入降幅缩窄，其他非息收入显著增加

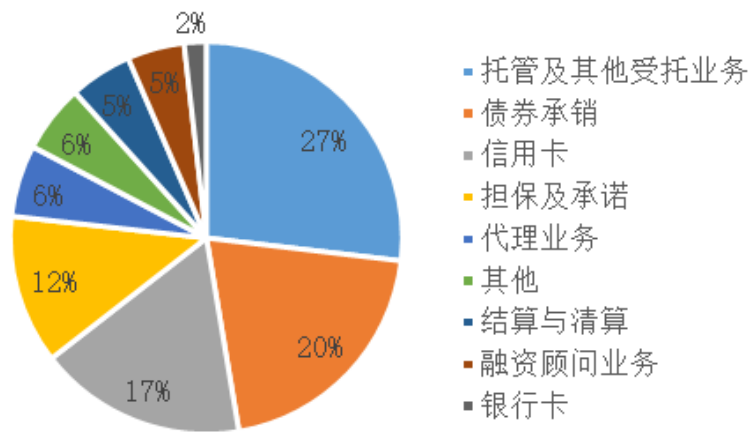
- **手续费净收入降幅缩窄，中收占比持续提升。**2018年前三季度，实现手续费净收入8.9亿元，同比-23.8%（2018H：-24.9%），占营业收入的比重上升至7.0%（2018H：6.7%）。从结构看，托管及受托业务手续费收入占比最大（26.9%），债券承销和信用卡手续费收入占比次之（20.5%、17.1%）。
- **其他非息收入显著增加。**2018年前三季度，投资等其他非息净收入为12.1亿元，是2017年全年的五倍左右。其他非息收入占营业收入的比重上升至9.5%。

图表：手续费净收入及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：手续费净收入结构（2018H）

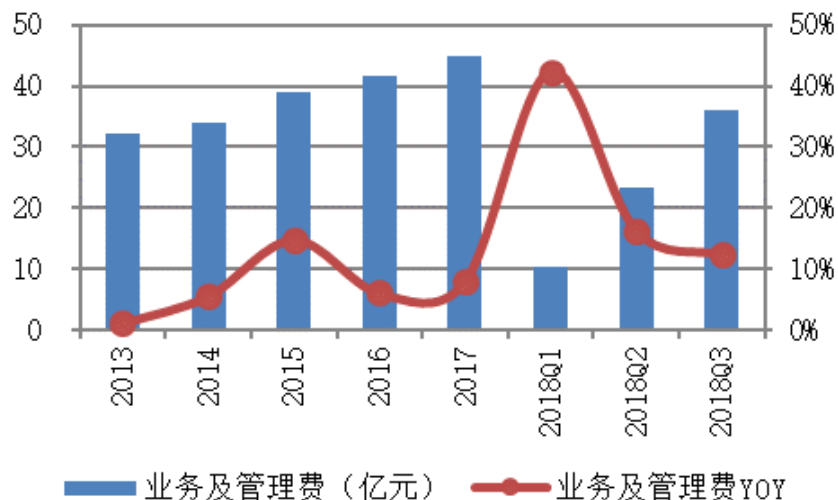


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

管理费用增速放缓，成本控制卓有成效

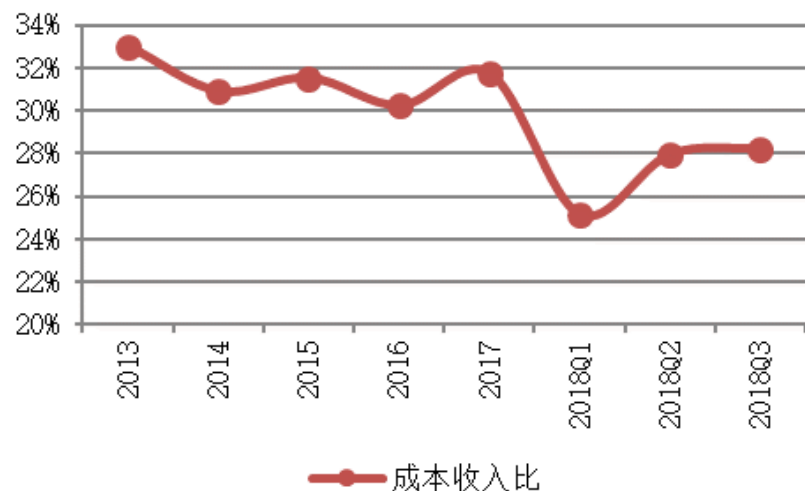
- **管理费用增速放缓，成本控制卓有成效。**2018年三季度末，杭州银行业务及管理费用为36亿元，同比+12.3%，增速较上半年下降4.1个百分点。
- **成本收入比较为稳定，成本控制卓有成效。**2018年三季度末，成本收入比为28.2%（2018H：28.0%）。2013年，杭州银行成本收入比是近五年最大值33.0%，2018年以前维持在30%以上，18年一季度大幅下降至25.1%。

图表：管理费用及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：成本收入比



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

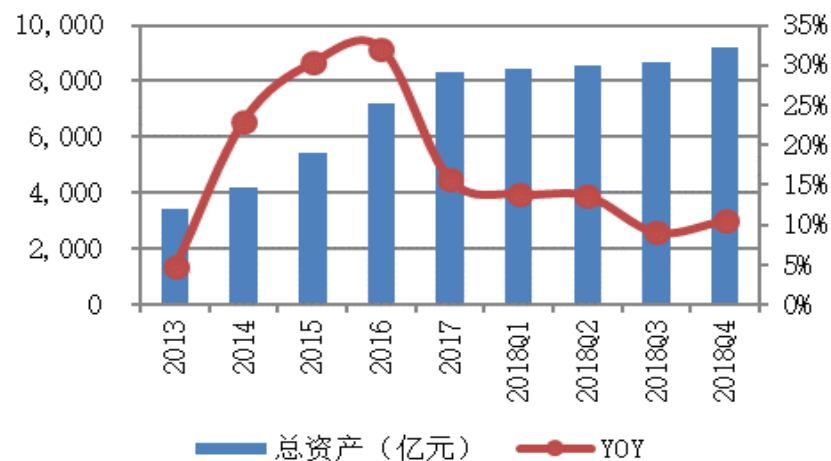
4

贷款增速持续攀升，个人贷款占比增加

总资产增速回升，贷款占比提升

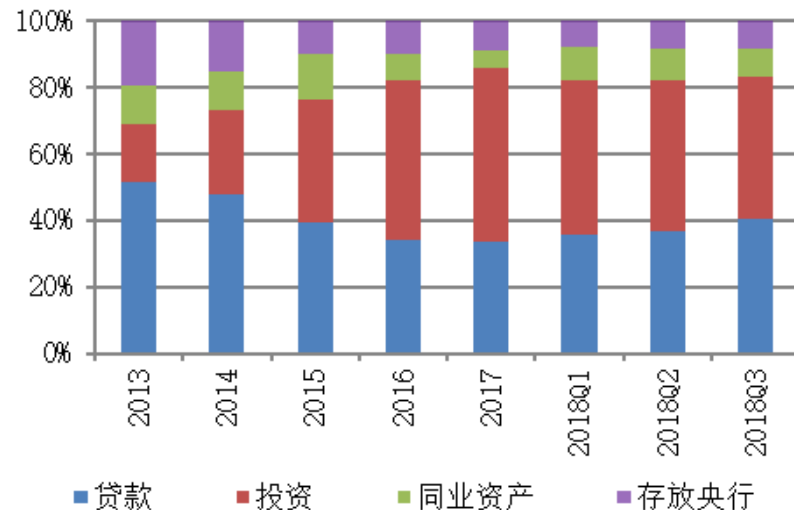
- **总资产规模增速回升。**2018年末，杭州银行总资产规模为9212亿元，同比+10.6%（2018Q3：9.1%；2017：15.7%）。
- **贷款占总资产的比重上升，投资占比仍最大。**2018年三季度末，贷款占总资产的比重为38.5%（2018H：35.2%），但金融市场投资占比仍最大（2018Q3：41.3%；2018H：43.2%）。

图表：总资产及其增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：生息资产结构

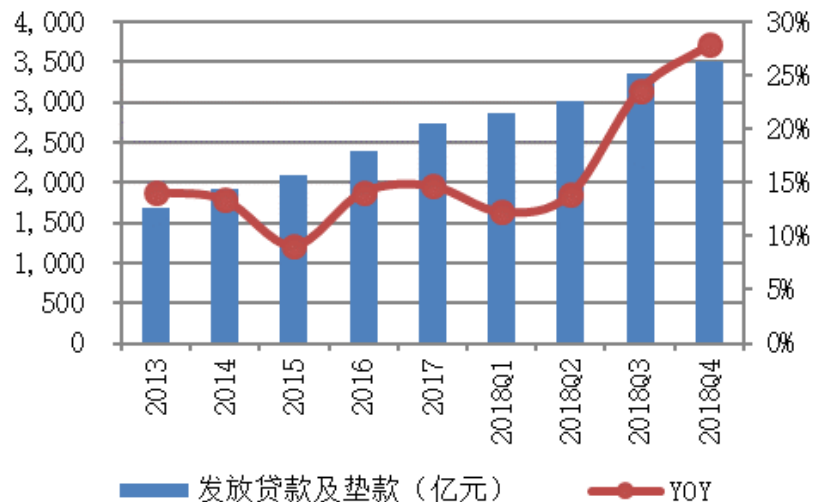


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

贷款增速大幅提升，个人贷款增长较快

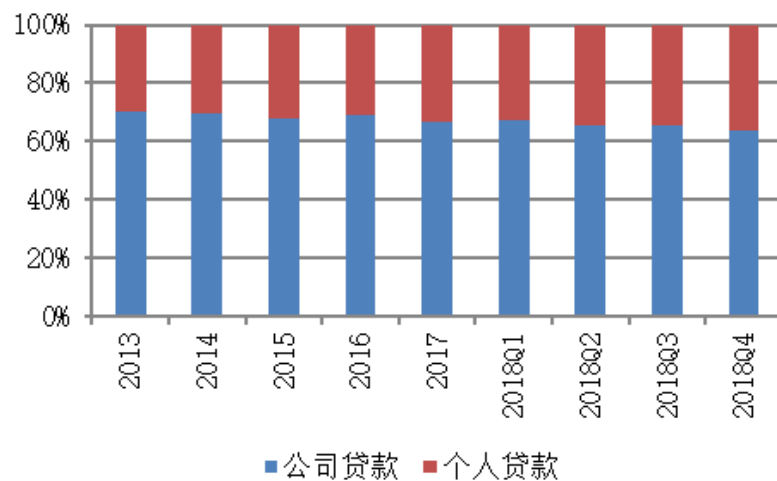
- **贷款增速大幅提升。**2018年末，贷款余额为3507亿元，同比+27.8%（2018Q3：23.6%；2017：14.7%）。杭州银行规模持续扩张，贷款同比增速在上市银行中领先。
- **个人贷款增长较快，且占比提升。**2018年末，个人贷款1277亿元，同比+36.3%，占贷款总额的36.4%；公司贷款2229亿元，同比+17.2%，占比63.6%。

图表：贷款余额及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：贷款结构

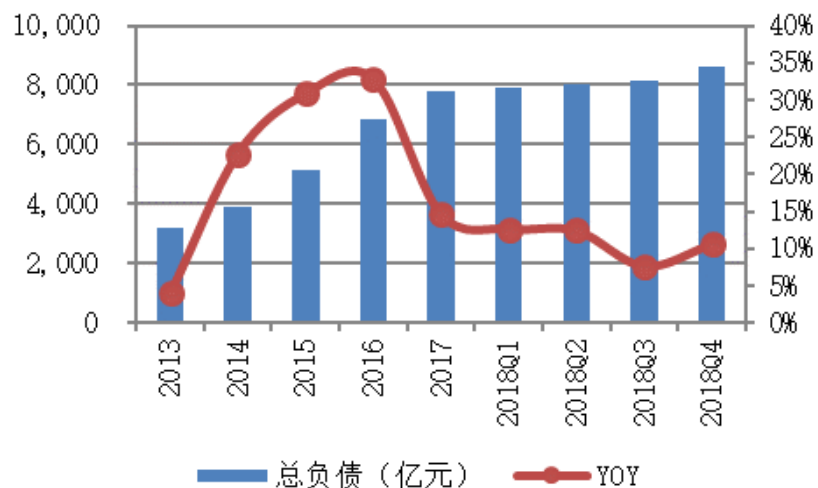


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

总负债增速回升，存款占比提升

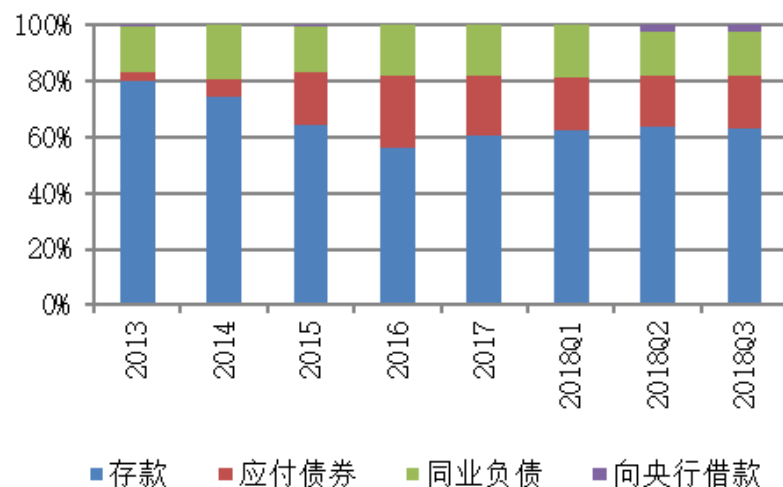
- **总负债增速回升。**2018年末，公司总负债8641万亿元，同比+10.6%（2018Q3：7.6%；2017：14.6%），增速较三季度上升3.0个百分点。
- **存款占比上升，同业负债占比下降。**从负债结构看，2018年末存款占总负债的比重为61.7%（2018Q3：61.5%）；18年三季度末，应付债券1478亿元，同比+0.18%，占总负债的18.2%；同业负债1224亿元，同比-19.8%，占比15.0%。

图表：总负债及其增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：计息负债结构

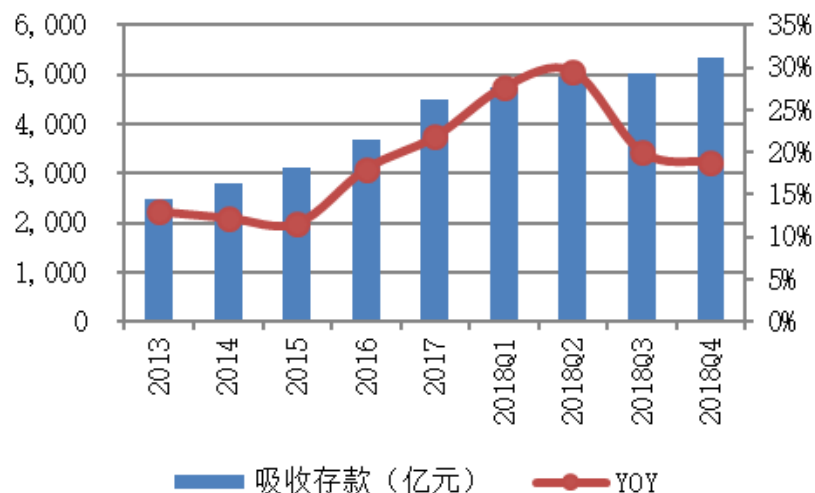


资料来源：WIND；太平洋证券研究院

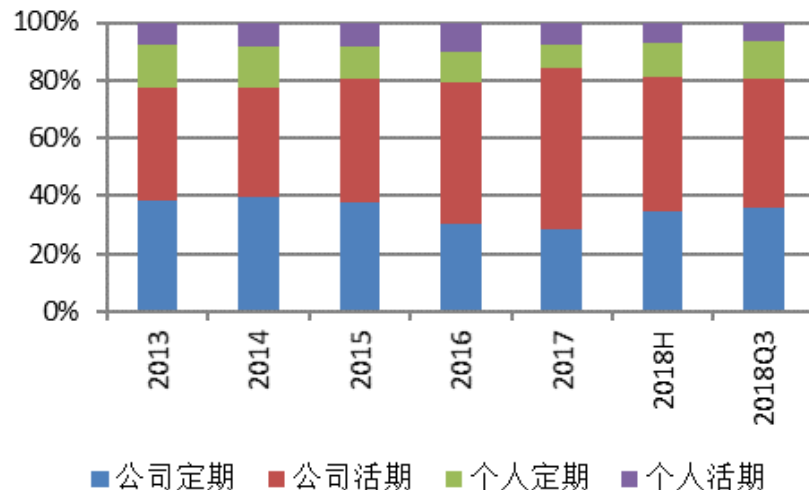
存款增速环比略降，个人存款快速增长

- **存款增速环比略降，个人存款快速增长。** 2018年末，存款余额为5328亿元，同比+18.8%（2018Q3：20.0%；2017：21.8%），增速较三季度末下降1.2个百分点，但仍处于高位。其中，个人存款989亿元，同比+34.0%，大幅拉动存款增长，占总存款的18.6%。

图表：吸收存款规模及增速



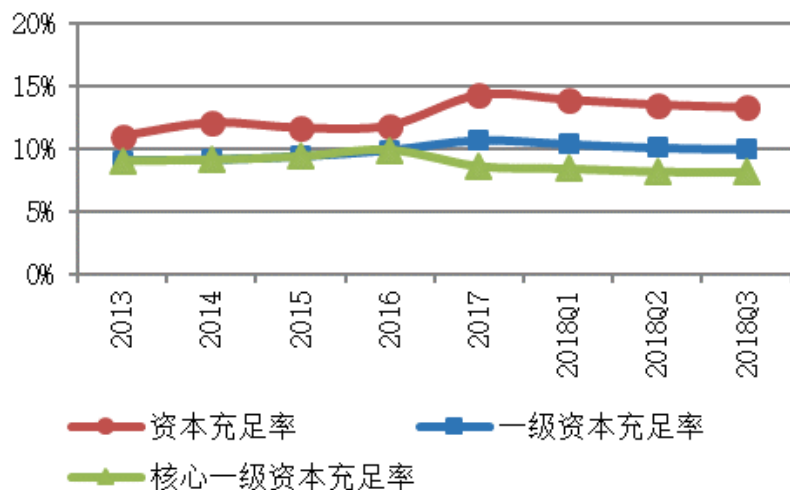
图表：存款结构



资本充足率、一级资本充足率略有下降

- **资本充足率、一级资本充足率略有下降。** 2018年三季度末，杭州银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为13.3%、10.0%、8.2%（2018H：13.5%、10.1%、8.3%）。杭州银行贷款等生息资产规模扩张过快导致其资本充足率下降，已低于商业银行平均水平13.8%、11.3%、10.8%（2018Q3），银行有资本补充需求。
- **加权风险资本净额增速超过20%。** 三季度末，加权风险资本净额为5570亿元，同比+23.5%（2018H：29.3%）。2017年起，加权风险资本同比增速超过20%，资本补充压力较大。

图表：资本充足率



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

图表：加权风险资产净额及增速



资料来源：WIND；太平洋证券研究院

投资建议

- **稳定股价措施完成，大股东增持彰显信心。** 2月2日，杭州银行发布稳定股价措施公告。根据稳定股价预案，公司已满足稳定股价的触发条件。2月11日至14日，杭州市财政局及其一致行动人财开集团分别增持了公司普通股股份0.18亿股和0.10亿股，分别占公司普通股总股本的0.37%和0.20%，增持后分别持股11.44%和7.96%。大股东增持表现出对公司价值成长的认可，彰显了其对公司未来发展前景的信心。
- **不良率持续下降，拨备覆盖率大幅上升。** 2018年末，杭州银行不良率为1.45%（2018Q3：1.52%；2017：1.59%），环比同比均下降。同时，拨备覆盖率显著提升至256%（2018Q3：229%；2017：211%），较三季度末提升27个百分点。此外，关注贷款率显著下降，逾期90天以上贷款降幅扩大。2018年末，逾期90天以上贷款/不良贷款降至74.1%，较上年末下降33.2个百分点。
- **业绩高增长，规模驱动可持续性较强。** 2018年，公司营业收入171亿元，同比+21.0%（2018Q3:24.9%；2017:2.8%）；归母净利润54亿元，同比+19.0%（2018Q3：20.4%；2017：13.2%）。2015年起，公司业绩同比增速持续提升（2015：5.6%；2016：8.5%）。2018年前三季度，公司归母净利润同比+20.4%。其中，利息净收入、其他非息收入对业绩增长的贡献率分别为40.0%、36.9%。利息净收入中，生息资产平均余额和净息差对业绩增长的贡献率分别为19.9%、20.2%。
- **资产规模增速回升，贷款增速连续上升。** 2018年末，杭州银行总资产规模为9212亿元，同比+10.6%（2018Q3：9.1%；2017：15.7%）。贷款余额为3507亿元，同比+27.8%（2018Q3：23.6%；2017：14.7%），占总资产的比重为38.1%（2018Q3：38.5%；2017：32.9%）。其中，个人贷款1277亿元，同比+36.4%。杭州银行规模扩张持续，贷款同比增速在上市银行中领先。
- 预计19/20年归母净利润YOY分别为18.0%/17.8%，对应BVPS12.3/13.3元，现价0.73/0.68倍PB。2019年目标价12.3元，对应1倍PB，现价空间36%，给予“买入”评级。

风险提示：

- 严监管政策风险以及合规风险；
- 信用风险；流动性风险；
- 实体经济修复可能不及预期。

盈利预测表

图表：盈利预测表

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	68,902	73,825	81,208	87,704	92,090	营业收入	13,733	14,122	17,081	19,688	22,324
发放贷款	239,130	274,297	340,129	394,549	434,004	利息收入	24,677	31,314	37,577	43,214	49,696
投资	339,376	422,051	443,154	478,606	526,467	利息支出	12,980	19,047	23,132	26,165	30,407
存放同业	37,980	63,657	67,783	64,460	90,663	利息净收入	11,697	12,267	14,445	17,048	19,289
拆出资金	10,123	8,401	6,973	6,275	5,962	手续费净收入	2,063	1,617	1,237	1,140	1,235
买入返售款项	21,216	16,095	12,071	10,864	10,321	其他非息收入	-27	237	1,399	1,500	1,800
其他资产	16,596	19,453	22,888	20,348	17,250	税金及附加	353	124	149	168	190
资产合计	720,424	833,339	921,219	1,011,664	1,098,744	业务及管理费	4,151	4,482	4,852	5,255	5,693
向央行借款	-	-	20,000	22,000	24,200	营业外净收入	5	18	-20	-10	-
吸收存款	368,307	448,627	538,352	613,722	675,094	拨备前利润	9,204	9,530	12,056	14,226	16,411
已发行债券	168,510	160,815	152,775	160,413	168,434	资产减值损失	4,479	4,526	6,271	7,397	8,370
同业存放	64,460	90,663	72,530	68,904	75,794	税前利润	4,725	5,004	5,785	6,828	8,042
拆入资金	24,199	32,569	29,514	28,871	28,052	所得税	739	454	372	439	517
卖出回购金融资产款	29,784	10,176	8,141	7,734	8,121	净利润	3,987	4,550	5,413	6,389	7,525
应交税费	681	1,446	1,598	1,755	1,907	少数股东损益	-34	-	-	-	-
其他负债	25,921	37,212	41,142	45,167	49,076	归母股东净利润	4,021	4,550	5,413	6,389	7,525
负债合计	681,862	781,508	864,053	948,565	1,030,677	预测指标					
股本	2,617	3,664	5,130	5,130	5,130		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
盈余公积	2,960	3,415	3,916	4,464	5,063	贷款增长率	14.10%	14.71%	24.00%	16.00%	10.00%
未分配利润	12,646	14,572	16,686	19,195	22,275	存款增长率	18.03%	21.81%	20.00%	14.00%	10.00%
归属母公司股东权益合计	38,562	51,831	57,166	63,099	68,067	利息净收入增速	5.97%	4.88%	17.75%	18.02%	13.14%
少数股东权益	-	-	-	-	-	营收增速	10.71%	2.83%	20.96%	15.26%	13.39%
股东权益合计	38,562	51,831	57,166	63,099	68,067	净利润增长率	8.54%	13.17%	18.96%	18.03%	17.77%
负债和股东权益	720,424	833,339	921,219	1,011,664	1,098,744	ROE	11.83%	11.34%	11.01%	10.63%	11.47%
						ROA	0.75%	0.64%	0.66%	0.71%	0.76%
盈利能力						BVPS (元)	14.73	14.14	11.14	12.30	13.27
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS (元)	1.68	1.24	1.06	1.25	1.47
生息资产收益率	4.17%	4.22%	4.39%	4.57%	4.80%	PE(X)	5.37	7.27	8.55	7.24	6.15
付息负债成本率	2.34%	2.61%	2.96%	3.04%	3.23%	PB(X)	0.61	0.64	0.81	0.73	0.68
净息差	1.98%	1.65%	1.69%	1.80%	1.86%	每股拨备前利润(元)	3.52	2.60	2.35	2.77	3.20
成本收入比	30.23%	31.74%	28.41%	26.69%	25.50%	P/PPOP (X)	2.57	3.47	3.84	3.25	2.82

资料来源：WIND，太平洋证券