

杭州银行 (600926)

证券研究报告
2019 年 03 月 05 日

不良之困已远，业绩回升显著

存款高增推动规模扩张，业绩显著回暖

从 2016 年到 18H1，6 家可比城商行存款增速均值从 25% 降到 10%，而同期杭州银行却从 18% 提至 30%，差距达 20 pct.；尽管该差距在 18Q3 收窄至 8 pct.，但仍是不错的优势。杭州银行故能实现贷款增速 24.1%，与 6 家均值的差距大幅收窄，同时保证 1.45% 的投资增速。18 年净息差 1.95%，较 17 年上升 30BP，与 6 家均值的差距从 35BP 收窄至 12BP；18Q3 生息资产规模增速 8.17%，比 6 家均值高出 5.15 pct.。在净利息收入推动下，18 年营收 171 亿，YoY +21%，归母净利润 54 亿，YoY +19%，总资产 9212 亿，YoY +10.55%。

息差和规模仍有潜力，小微/文创正待发力

看好规模扩张潜力。1) 个人存款占比较低，这部分存款增长潜力有望释放；2) 18 年初以来展现出来的揽储潜力，来自于其扎实的大中型客户、广泛的小微零售客户，后续有望继续释放；3) 截至 18H1 同业负债占比 30%，距离 1/3 的限制还有少量空间可用，而 19 年资金利率有望继续保持低位，发存单动力增强。**看好息差回升潜力。**1) 因存款成本相对其他负债形式更低，存款占比提升可降总成本；2) 平均来看，城商行 1 年期同业存单的发行利率，19 年 1-2 月比 18H2 低 72BP，若该低利率状况能维持，以同业负债占比 30% 测算，将使 19 年负债成本率下行 22BP；3) 贷款占比提升，并向小微和零售倾斜，定价优势增强。**看好在小微、科技文创行业的发展。**小微占比提升，改善贷款定价；科技文创顺应当地经济发展方向，前途看好。

存量不良已基本出清，资本紧张亟待缓解

不良率企稳趋降，不良前瞻指标降至同业均值水平。16-18 年，杭州银行不良率已从 1.62% 逐步降至 1.45%。关注率已从 15 年的 4.97% 回落至 18Q3 的 1.44%；18Q3 逾期 90+ 比率为 1.68%，仅高出不良率 11BP。**浙江省不良早于全国开始出清。**浙江省不良额增速在 12 年达到峰值，之后便持续下降，到 17 年增速已经为负；不良率从 16 年已开始下降，而同期全国不良率仍只是在高位企稳。杭州银行大部分资产位于杭州，料其不良也已进入出清阶段。**对公不良高发行业占比持续压降，个贷占比提升。**从 2011 年到 18H1，对公贷款占比上升、个贷占比下降，二者交换了 8.9 pct.；对公不良高发行业占比从 37% 下降到 17%，累计下降了 20 pct.，信用风险已大大降低。核心一级资本充足率 8.21%，仅高出监管红线 71BP，**资本紧张亟待缓解。**

投资建议：存量不良基本出清，业绩回升潜力释放

受益于市场利率下行而负债成本趋降，叠加负债端扩张潜力释放、存量不良基本出清，18 年业绩回暖之势有望持续，截至 19 年 3 月 1 日收盘，其 PB (IF) 仅 0.97 倍，大幅低于 4 家 PB 居前者的均值 1.17 倍，业绩回升将带来估值提振。预计 18-20 年净利润增速为 19.0%/18.5%/17.7%，对应 EPS 为 1.06/1.25/1.47 元，现价对应 18/19/20 年 0.97/0.85/0.73 倍 PB。**首次覆盖给予杭州银行 2018 年 1.15 倍 PB，目标价 10.58 元，增持评级。**

风险提示：资本补充进度不及预期；为完成小微/民企任务而拖累资产质量；揽储竞争加剧使负债成本压力增加。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	137	141	171	189	207
增长率 (%)	10.7	2.8	21.0	10.5	9.7
归属母公司股东净利润 (亿元)	40	46	54	64	76
增长率 (%)	8.6	13.2	19.0	18.5	17.7
每股收益 (元)	1.54	1.24	1.06	1.25	1.47
市盈率(P/E)	11.43	10.10	8.49	7.17	6.09
市净率(P/B)	1.19	1.10	0.97	0.85	0.73

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	9.00 元
目标价格	10.58 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)	46,171.80
流通 A 股市值(百万元)	18,735.22
每股净资产(元)	8.94
资产负债率(%)	93.58
一年内最高/最低(元)	12.03/7.28

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



内容目录

1. 深耕杭州地区的大型城商行	5
1.1. 杭州为主，辐射全国三大经济圈	5
1.2. 结构：投资超过贷款， 同业负债占比高	7
1.3. 业绩：净利息收入回暖，促营收增速回升	7
2. 存款高增推动扩张，息差/规模潜力待释放	10
2.1. 资产端：收益率相较可比城商行差距已不明显	10
2.2. 负债端：负债付息率较高，但有望改善	12
2.3. 客户基础优异，存款基础坚实	14
2.4. 息差/规模后续仍具增长潜力	15
3. 小微、科技文创受重视，有望成为新的增长点	16
3.1. 重拾小微业务，贷款定价有望改善	16
3.2. 提前布局文创，收获期渐进	18
4. 资产质量或企稳，资本紧张待缓解	19
4.1. 存量不良基本出清，贷款结构改善	19
4.2. 资本紧张亟待缓解	21
5. 盈利预测与估值	22
5.1. 盈利预测方法、假设及测算过程	22
5.2. 估值方法与结论	23
6. 投资建议：存量不良基本出清，业绩回升潜力释放	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：杭州银行历史沿革	5
图 2：截至 18H1 杭州银行经营机构数目（左图）及资产规模分布（右图，亿元）	5
图 3：杭州银行股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）	6
图 4：上市城商行 2006-2018 年资产规模变化（单位：亿元）	6
图 5：杭州银行 ROE 在上市城商行中相对落后，但 18 年差距显著收敛	6
图 6：杭州银行 18Q3 生息资产结构（单位：亿元）	7
图 7：杭州银行 18H1 贷款结构（单位：亿元）	7
图 8：杭州银行 18Q3 负债结构（单位：亿元）	7
图 9：杭州银行 18Q3 存款结构（单位：亿元）	7
图 10：杭州银行税后利润杜邦分析：净息差拖累业绩表现	8
图 11：杭州银行营收结构中净利息收入占比较高（单位：亿元）	8
图 12：杭州银行 18 年营收和利润同比增速有所回升	8
图 13：杭州银行净利息收入占营收比例显著高于 6 家均值	9
图 14：杭州银行 3Q18 净利息收入同比增速 6 家中仅次于上海	9
图 15：杭州银行 3Q18 净息差与 10 家均值的差距有所收窄	9
图 16：杭州银行上市以来生息资产规模增速略高于 6 家均值	9

图 17: 1H18 杭州银行净息差回升较快主要在资产端	9
图 18: 净手续费缩量因为理财/托管/债承收入下滑 (单位: 亿元)	10
图 19: 3Q18 其他非息收入大幅增长来自于投资收益 (单位: 亿元)	10
图 20: 杭州银行生息资产——17 年来贷款占比显著回升	10
图 21: 生息资产收益率——贷款和投资的收益率开始回升	10
图 22: 金融资产投资结构——以前理财买的多, 现在转向基金和信托/资管计划 (单位: 亿元)	11
图 23: 杭州银行贷款增速大幅回升, 与 6 家均值差距收窄	11
图 24: 杭州银行投资增速虽下滑, 但仍高于 6 家均值	11
图 25: 杭州银行贷款收益率与 6 家均值的差距收窄至 18BP	12
图 26: 杭州银行投资收益率提升比 6 家均值显著	12
图 27: 杭州银行计息负债结构——存款占比提升, 同业负债压缩	12
图 28: 三种负债成本率均有上升, 同业负债成本上升较为明显	12
图 29: 同业融资 14-17 年受倚重, 18 年占比趋降 (单位: 亿元)	13
图 30: 城商行 1 年期同业存单发行利率 (半年度平均值)	13
图 31: 杭州银行存款同比增速大幅高于 6 家均值	13
图 32: 杭州银行发债融资 (主要同业存单) 同比增速较低 (亿元)	13
图 33: 活期存款占比偏低、结构性存款占比偏高	14
图 34: 各类存款同比增速——18 年增长主要靠定期存款拉动	14
图 35: 杭州银行存款付息率略升, 高于 6 家均值 22BP	14
图 36: 杭州银行发债融资付息率与 6 家均值趋同	14
图 37: 18H1 杭州银行同业负债占比距离 1/3 仍有一些空间 (单位: 亿元)	16
图 38: 16H1 杭州银行贷款结构——按客户大小划分 (单位: 亿元)	16
图 39: 16H1 杭州银行贷款定价结构——小微定价优势	16
图 40: 杭州银行小微贷款在总带宽占比先降后升 (单位: 亿元)	17
图 41: 杭州银行小微在对公贷款占比在城商行中并不突出	17
图 42: 杭州市文创产业发展势头正好	18
图 43: 不良率企稳趋降, 资产质量前瞻指标均显著改善	19
图 44: 不良净生成比率超出 6 家均值的部分已大幅收窄	19
图 45: 杭州银行拨备覆盖率略有回升, 比 5 家可比城商行均值差距收窄	20
图 46: 不良率、潜在不良指标和 6 家均值的差异在收窄	20
图 47: 杭州银行对公不良高发行业占比持续压降, 个贷占比提升	20
图 48: 对公新增贷款情况——主要是租赁商务+水利环境	21
图 49: 18H1 个贷新增体量已与对公相当, 经营性贷款为主	21
图 50: 浙江省不良额同比增速从 2014 年来持续低于全国	21
图 51: 浙江省不良率已于 16 年先于全国开始下降	21
图 52: 尽管 17Q4 发行了 100 亿优先股, 核心一级资本仍告急	22
图 53: 3Q18 城商行资本充足率距离监管红线的空间	22
图 54: 上市城商行核心一级资本充足率超出 7.5% 部分以及对应 RWA 扩张空间	22
图 55: 2018 年年初至今 7 家上市城商行 PB (LF) 的涨跌情况	23
图 56: 杭州银行与可比城商行的 PB (IF), 取 2019 年 3 月 1 日向前回溯一年的均值 (单	

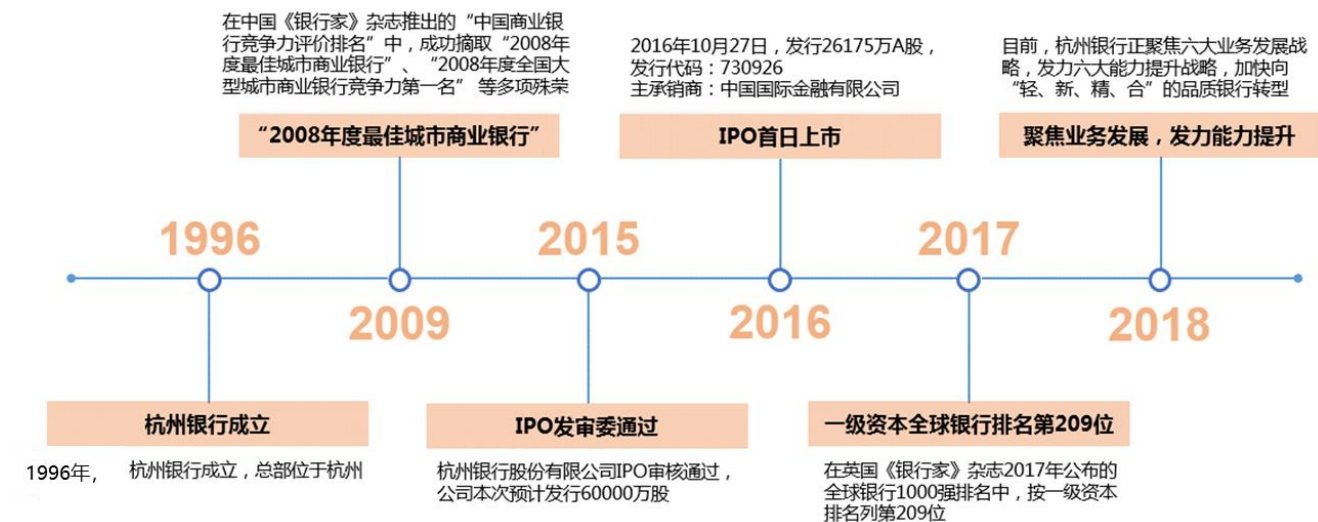
位：倍）	23
表 1：杭州银行客结构均衡且广泛（截至 2016 年 6 月 30 日）	14
表 2：资产负债摆布的总体特征归纳	15
表 3：杭州银行小微金融业务主打产品线一览表	17
表 4：杭州银行科技文创业务发展进程	18

1. 深耕杭州地区的大型城商行

1.1. 杭州为主，辐射全国三大经济圈

拥有二十三年历史的大型城商行。1996年9月，在原杭州市33家城市信用社股东、信用联社股东及杭州市财政局等股东共同发起下，杭州城市合作银行（杭州银行曾用名）正式成立。1998年5月，更名为“杭州市商业银行”。经过多年发展，于2016年10月IPO上市，在2017年英国《银行家》杂志全球银行1000强排名中，按一级资本排名位列第209位。

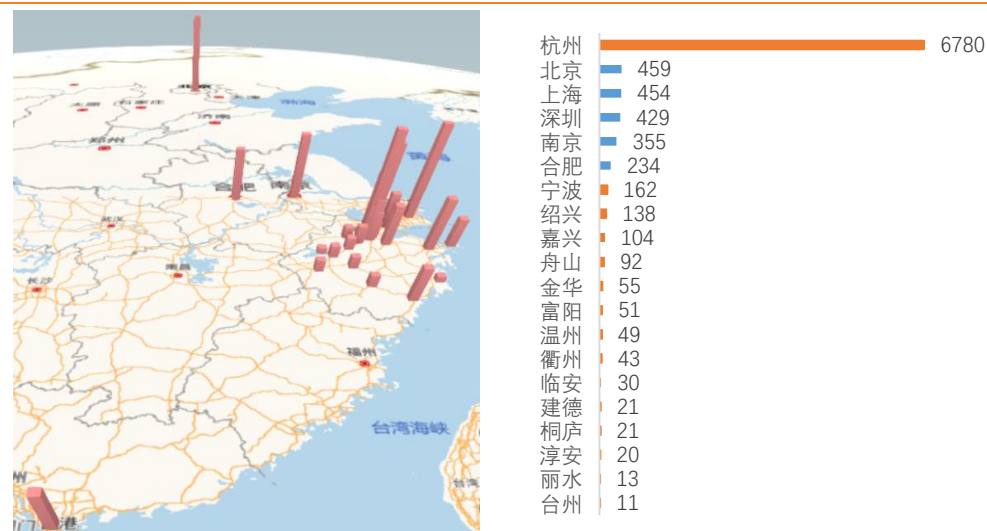
图 1：杭州银行历史沿革



资料来源：银行财报，杭州银行官网，天风证券研究所

杭州为主，辐射全国发达经济圈。截至 18H1，杭州银行共有分支机构 202 家，其中在杭州地区设有支行 99 家，在浙江省内的宁波、绍兴等 10 个城市设有分支行 41 家，在北京、上海、深圳、南京、合肥设有分支行 62 家，基本实现浙江省内机构全覆盖，并实现机构网点在长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈的战略布局。其中，杭州地区的资产规模为 6780 亿元，全行占比 71%。

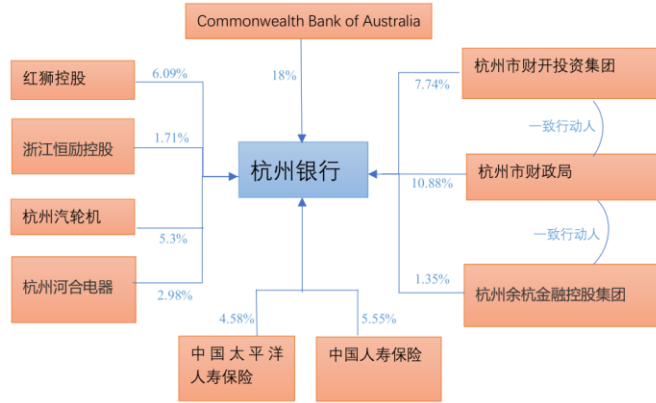
图 2：截至 18H1 杭州银行经营机构数目（左图）及资产规模分布（右图，亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

背靠杭州市财政局，本地资源雄厚。杭州市财政局直接持股 10.88%；此外，杭州银行的股东杭州市财开投资集团、杭州余杭金融控股集团等，均是杭州市财政局的一致行动人。因此，杭州市财政局是杭州银行的实际控制人。这造就了杭州银行经营稳健、客户资源雄厚的优良基因。

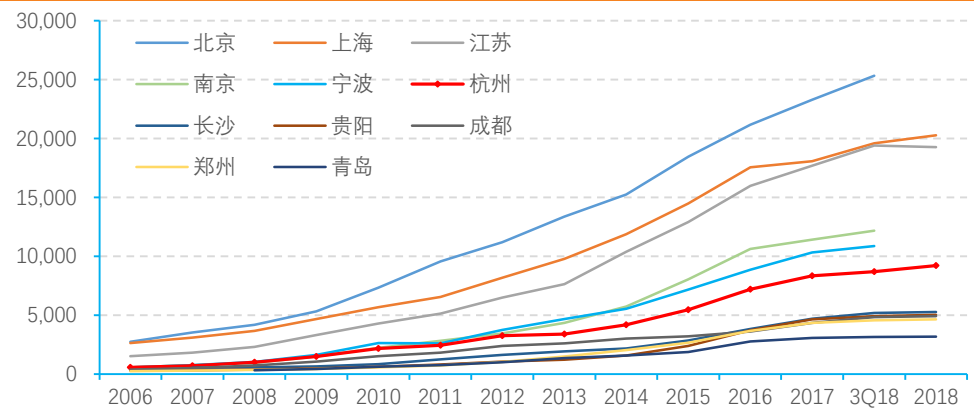
图 3：杭州银行股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

规模处于 11 家上市城商行中上游。截至 19 年 2 月底，A 股共有 11 家上市城商行。按 18Q3 资产规模，从大到小可分为 6 组：第 1 组（北京 2.53 万亿），第 2 组（上海 1.96 万亿，江苏 1.94 万亿），第 3 组（南京 1.22 万亿、宁波 1.09 万亿），第 4 组（杭州 0.87 万亿），第 5 组（长沙、贵阳、成都、郑州在 0.45-0.52 万亿之间），第 6 组（青岛 0.31 万亿）。本报告选取 6 家上市城商行作为杭州银行可比公司：北京、上海、江苏、南京、宁波、贵阳。

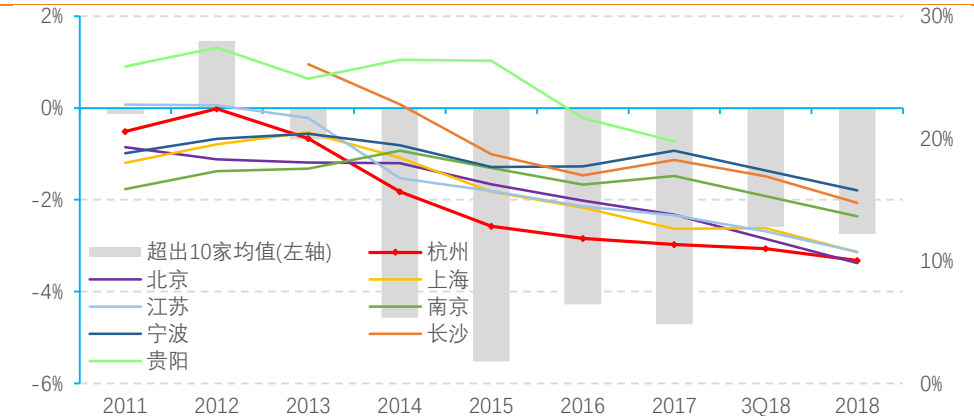
图 4：上市城商行 2006-2018 年资产规模变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

杭州银行 ROE 在上市城商行中相对落后，但 18 年差距有所收敛。自 2014 年开始，增长动能不足，叠加资产质量恶化，杭州银行的 ROE 长期低于大部分上市城商行。从 2013 年至今，杭州银行 ROE 一直低于其余 10 家的均值，从 13 年差距只有 0.68 pct.，而到了 17 年，该差距扩大到 5.52 pct.；之后该差距逐渐收敛，到 18 年收缩至 2.74 pct.。我们认为，伴随着不良资产出清，业绩稳步回升，ROE 追赶之势有望持续。

图 5：杭州银行 ROE 在上市城商行中相对落后，但 18 年差距显著收敛

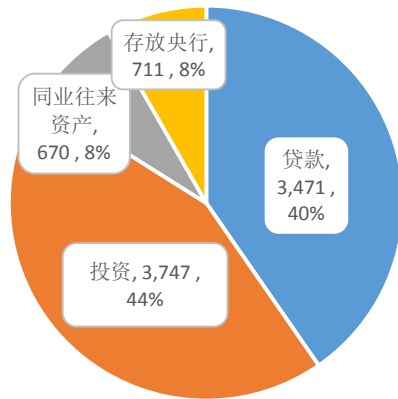


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 结构：投资超过贷款， 同业负债占比高

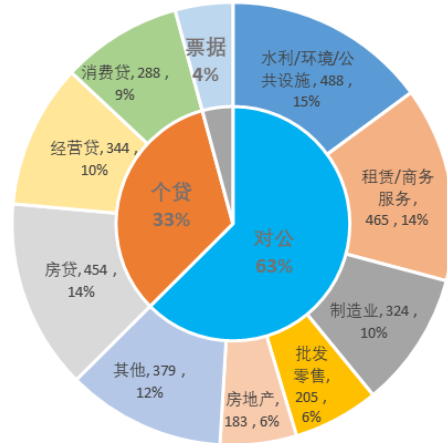
资产端：投资占比 44%，贷款占比 40%。截至 18Q3，贷款、投资在资产端占比为 40%、44%，贷款相对略低。贷款结构中，个贷占比 33%，相对较高。对公贷款前两大行业分别为：水利、环境和公共设施管理业占比 15%，租赁和商务服务业占比 14%，这两个行业相对不容易出不良。而相对容易出不良的两个行业，即制造业、批发零售业，在杭州银行贷款端占比较低，仅 16%。

图 6：杭州银行 18Q3 生息资产结构（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

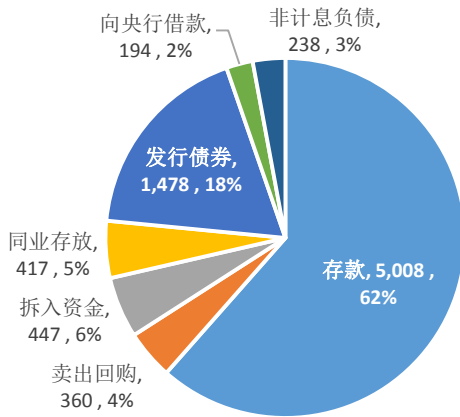
图 7：杭州银行 18H1 贷款结构（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

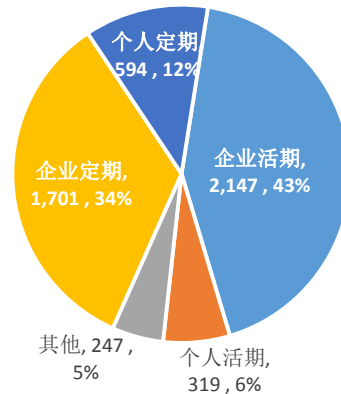
负债端存款占比 62%，定期偏多。存款占比较高，截至 18Q3 的负债结构中，存款为 5008 亿，占比高达 62%；发行债券融资 1478 亿，占比 18%；同业存放、拆入资金、卖出回购共占比 15%。存款结构中，来自企业的占比高达 77%，而贷款结构中对公仅 63%，二者的差距体现了杭州银行对个人客户存款挖掘的不足，后续空间还很大。

图 8：杭州银行 18Q3 负债结构（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 9：杭州银行 18Q3 存款结构（单位：亿元）



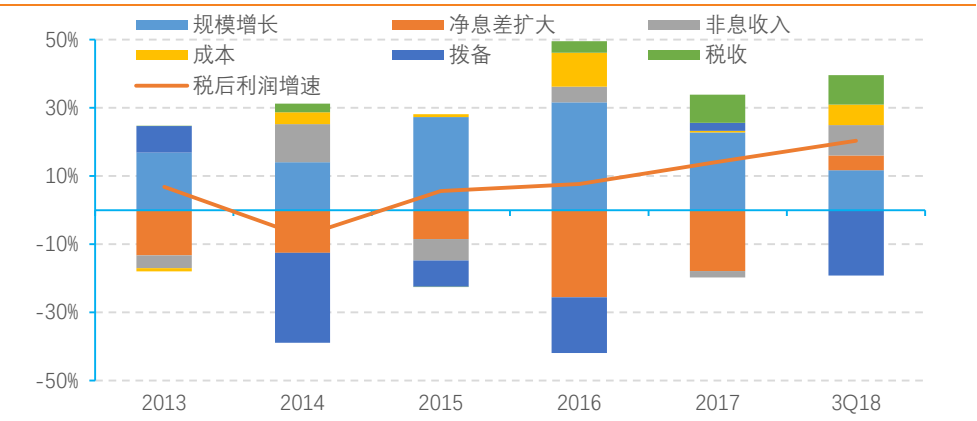
资料来源：银行财报，天风证券研究所

1.3. 业绩：净利息收入回暖，促营收增速回升

净利润

净利润增速从 14 年触底回升，3Q18 达 20.37%。其中拉动因素有，规模扩张、非息收入、税收；拖累因素主要是拨备计提加大。看 16 年以来的趋势：1) 规模扩张对利润增长的贡献度显著下降，16 年贡献 32%，3Q18 仅 12%；2) 净息差拖累弱化，3Q18 由负转正；3) 税收的正贡献有所加强，可能与表内投资货基有关；4) 拨备计提力度加大，3Q18 拖累税后利润 19 个百分点。

图 10：杭州银行税后利润杜邦分析：净息差拖累业绩表现

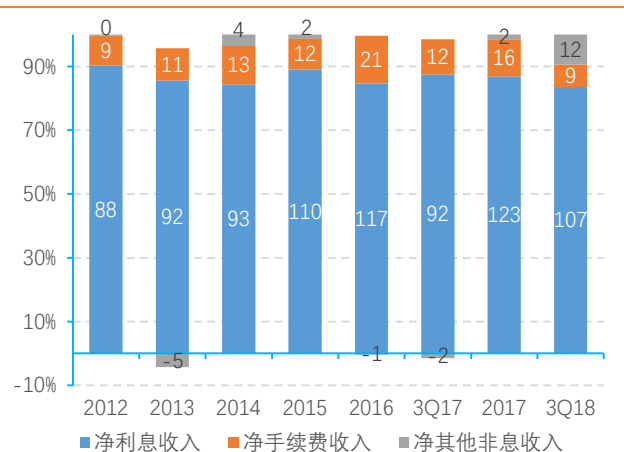


资料来源：银行财报，天风证券研究所

营业收入

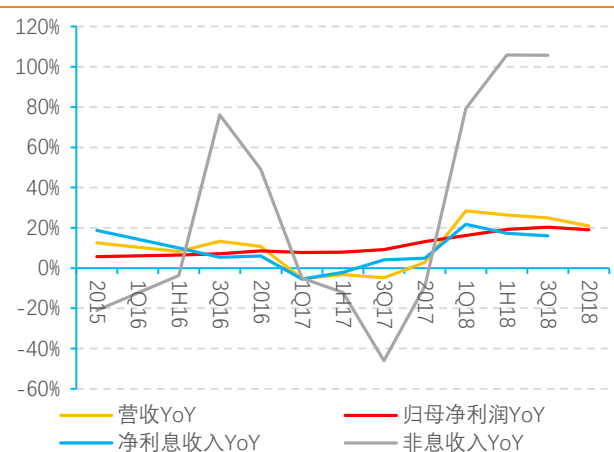
营收增速显著回升，系因净利息收入回暖。因 17 年杭州银行净利息收入同比仅增加 4.88%，非息收入同比下滑 8.97%，致使 17 年营收仅增长 2.82%；以拨备反哺，才使得归母净利润增速达到 13%，同比微升。而到了 18 年，前三季度净利息收入同比+16%，非息收入同比+106%，相比 17 年实现了触底回升，18 年营收同比+21%，归母净利润同比+19%。

图 11：杭州银行营收结构中净利息收入占比较高（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 12：杭州银行 18 年营收和利润同比增速有所回升



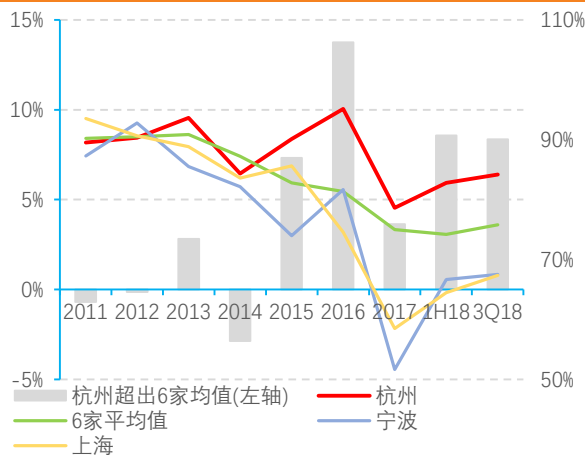
资料来源：银行财报，天风证券研究所

净利息收入

杭州银行对净利息收入依赖较高。3Q18 杭州银行净利息收入在营收中占比高达 84%，在 6 家可比城商行中，仅次于贵阳银行的 87%，比 6 家的均值高出 8.36 pct.。净利息收入占比高，一方面表明业绩受息差和生息资产规模影响大，另一方面，也代表着非息可能较弱，也即理财、托管及代理、投行等业务不强。看 11-12 年，杭州与 6 家均值之间差异尚且不大，之后伴随着城商行开拓中收的大趋势，这个差距逐渐拉大。尤其是宁波、上海，其净利息收入占比在 17 年时一度降到了 55% 上下。

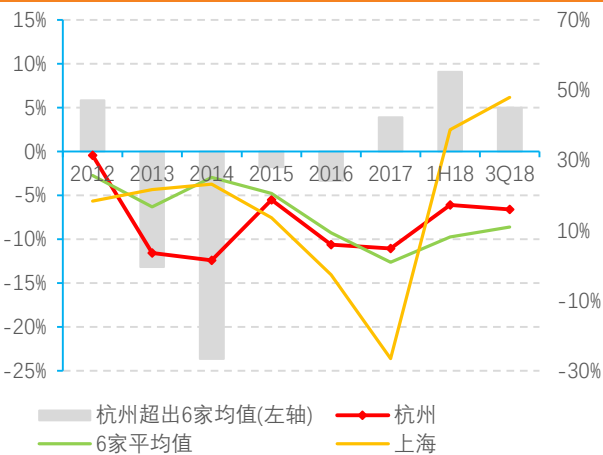
净利息收入增速在 6 家可比公司中领先。上市以来，杭州银行净利息收入增速高于 6 家均值，17 年高出 3.9 pct.，3Q18 高出 5.0 pct.；单看 3Q18，其净利息收入增速 16%，仅次于上海银行的 48%，但需注意，上海的高增速是建立在 17 年负增长 26% 的低基数上的。由此可见，在 6 家可比城商行中，尽管杭州银行较为依赖净利息收入，但因其是杭州银行的优势业务，故有着比 6 家平均水平更好的成长性。

图 13：杭州银行净利息收入占营收比例显著高于 6 家均值



资料来源：银行财报，天风证券研究所

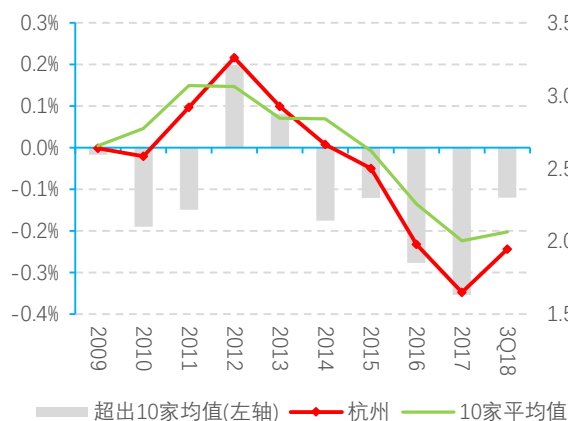
图 14：杭州银行 3Q18 净利息收入同比增速 6 家中仅次于上海



资料来源：银行财报，天风证券研究所

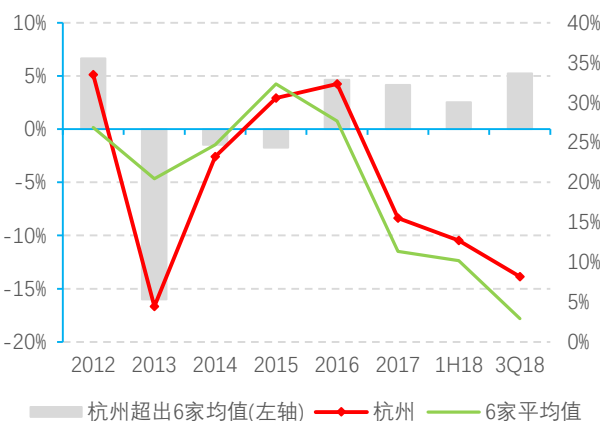
净利息收入优势，源自于息差更快回升和较高的规模增速。自 12 年以来，主要城商行的净息差就显著下滑，直到 3Q18 才看到回升。在这种趋势里，杭州银行的净息差自 14 年以后与 6 家均值的差距有所扩大，拖累了其净利息收入表现；但 3Q18 回升力度较强。16-17 年其生息资产规模增速高出 6 家均值 4.6 pct. 和 4.2 pct.，而在 3Q18，该优势扩大至 5.3 pct.。

图 15：杭州银行 3Q18 净息差与 10 家均值的差距有所收窄



资料来源：银行财报，天风证券研究所

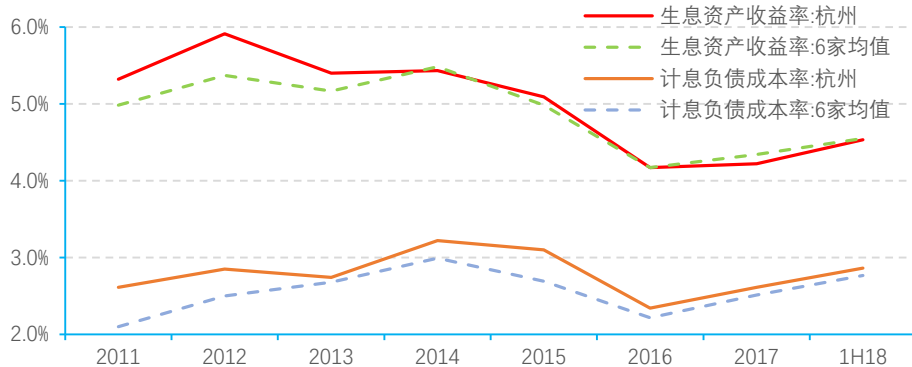
图 16：杭州银行上市以来生息资产规模增速略高于 6 家均值



资料来源：银行财报，天风证券研究所

净息差回升较快，主要在资产端收益率回升较快。杭州银行与 6 家均值相比，生息资产收益率和计息负债成本率的走势相差不大。14 年以来，其资产端收益率与 6 家均值的走势几乎完全一致，只是在 17 年稍低；而负债端成本高于 6 家均值，造成了净息差较低，但 1H18 该差距有所收窄。若当前趋势持续，杭州银行净息差有望追上甚至赶超 6 家均值。

图 17：1H18 杭州银行净息差回升较快主要在资产端

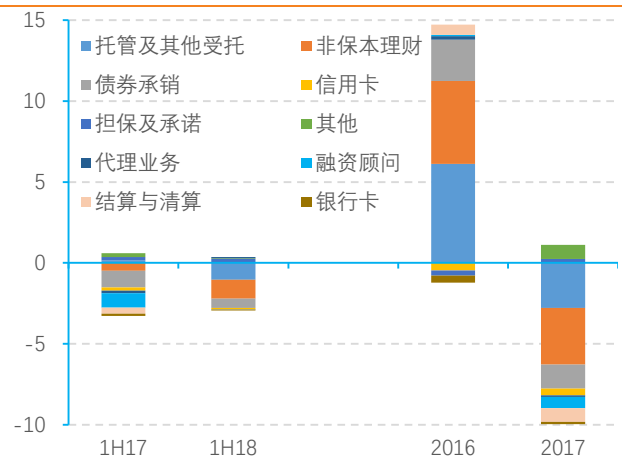


资料来源：银行财报，天风证券研究所

非息收入

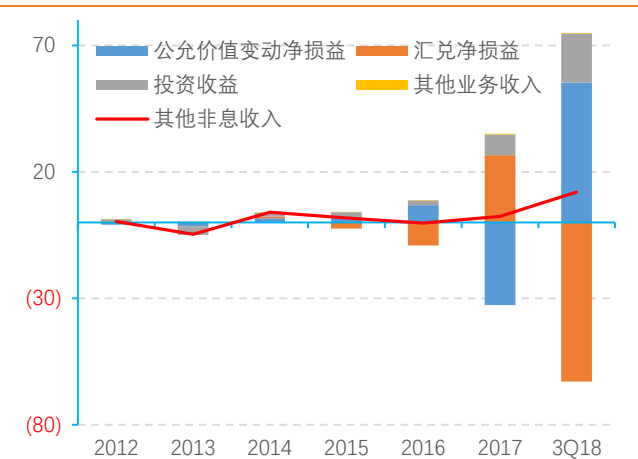
非息收入大增主要来自于投资收益，净手续费略有下滑。3Q18 非息收入大幅增长主要来自于其他非息收入，同比增加 13.5 亿，而净手续费收入却同比下滑 2.8 亿。净手续费下滑，主要因为非保本理财、托管业务、债券承销收入下滑。其他非息收入大幅增长，主要是来自于投资收益。公允价值变动损益和汇兑损益在 17、18 年均显著扩大，体量虽远超投资收益，但因其正负相反，对冲之后对总的其他非息收入暂时影响不大。

图 18：净手续费缩量因为理财/托管/债承收入下滑（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 19：3Q18 其他非息收入大幅增长来自于投资收益（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

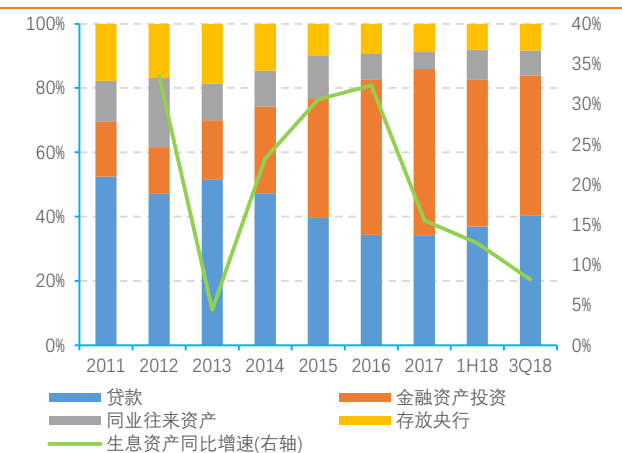
2. 存款高增推动扩张，息差/规模潜力待释放

2.1. 资产端：收益率相较可比城商行差距已不明显

结构：贷款占比回升，投资结构调整

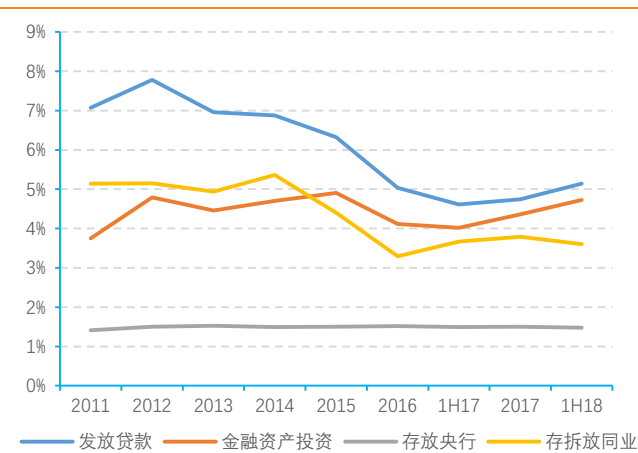
贷款占比提升，促整体收益率回升。一般来说，收益表现：贷款>投资>同业往来资产。13-16 年杭州银行经历了贷款占比下滑 17 pct.，投资占比上升 30 pct.，生息资产收益率从 5.40% 下滑至 4.17%；而在从 16 年到 18H1，贷款占比回升 6 pct.，投资占比下降 5 pct.，生息资产收益率从 4.17% 回升到 4.53%。

图 20：杭州银行生息资产——17 年来贷款占比显著回升



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 21：生息资产收益率——贷款和投资的收益率开始回升

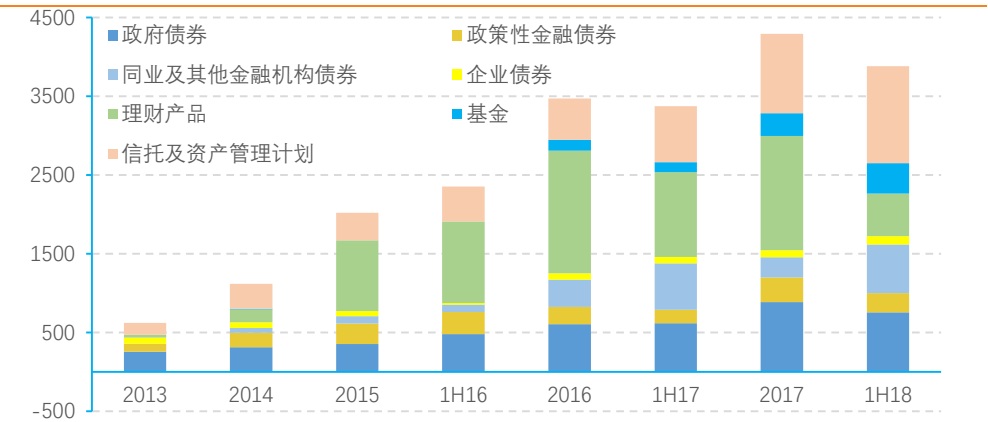


资料来源：银行财报，天风证券研究所

投资端，债券不到一半，基金和信托/资管计划逐渐替代同业理财。投资端主要是债券、理财和基金、信托/资管计划。债券投资比例在 15 年为 38%，此后大致呈上升趋势，但直

到 18H1 也只有 44%，相对不高；债券投资内部，越来越青睐同业及其他金融机构债券，有利于提高整体收益率；上市以来，企业债占比就不超过 3%，信用风险相对可控。在 15-16 年，杭州银行购买他行理财的比例一度接近 45%，在后来严监管的态势下，才走向收缩，到 18H1 时降到 14%；与此同时，显著加大了基金、信托/资管计划的投资。

图 22：金融资产投资结构——以前理财买的，现在转向基金和信托/资管计划（单位：亿元）

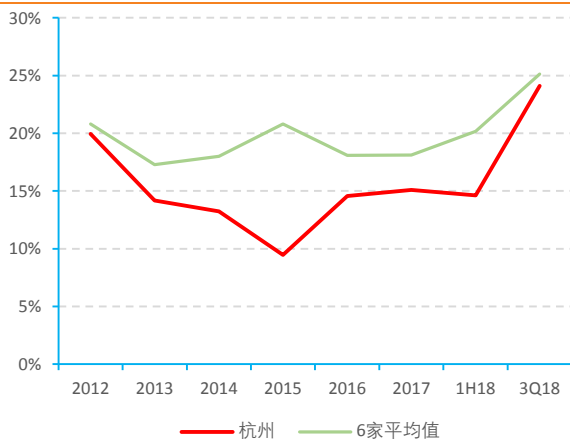


资料来源：银行财报，天风证券研究所

增速：贷款增速回升，投资增速优势保持

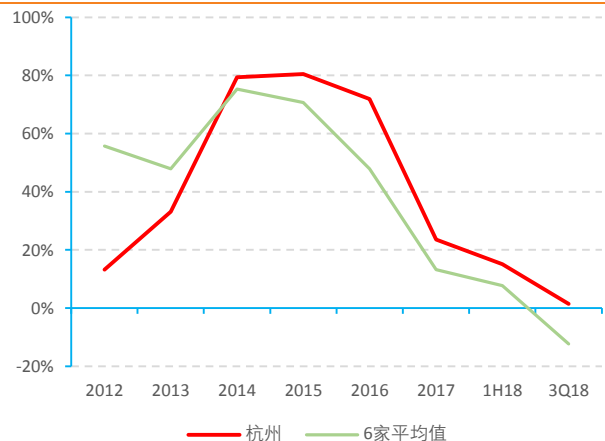
贷款增速回升至与 6 家均值相近水平。在 13 年到 18H1 期间，杭州银行贷款增速大幅落后于 6 家均值，例如 15 年时，6 家可比城商行均值时 20.8%，杭州银行只有 9.5%。伴随着 18 年下半年监管鼓励加大信贷投放，6 家城商行的贷款增速在 18 年三季度显著上升 4.95 pct. 至 25.12%，而杭州银行则上升 9.48 pct. 到 24.1%，已与 6 家均值接近，贷款规模扩张劣势近乎追平。**投资增速的相对优势仍然保持。**在城商行投资增速下滑的趋势中，当 6 家可比城商行 18Q3 投资同比增速平均值为 -12.36% 时，杭州银行却仍然实现了正增长，同比增速 1.45%。

图 23：杭州银行贷款增速大幅回升，与 6 家均值差距收窄



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 24：杭州银行投资增速虽下滑，但仍高于 6 家均值

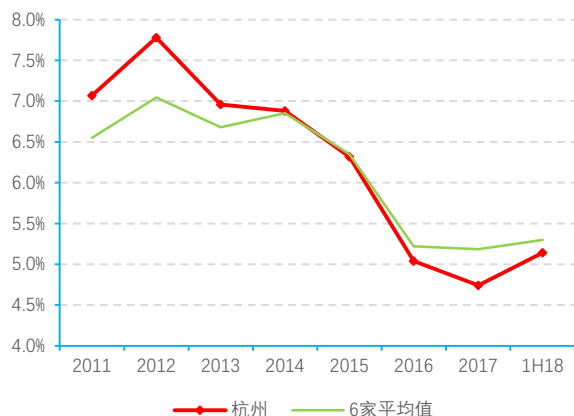


资料来源：银行财报，天风证券研究所

收益率：贷款定价优化，投资展现相对优势

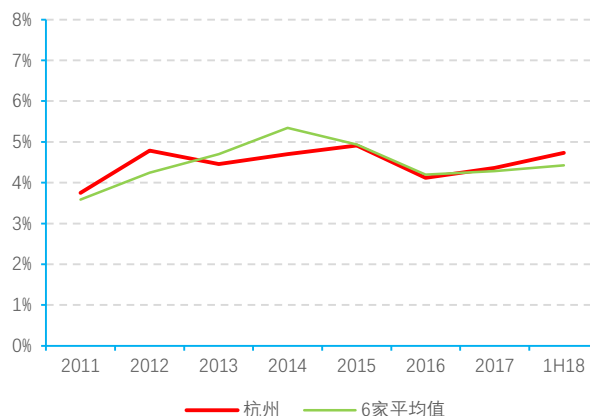
贷款收益率与 6 家均值的差距缩窄，投资收益率略有优势。杭州银行 17 年贷款收益率为 4.74%，比 6 家均值低 44BP，而伴随着小微业务对定价的改善，该差距在 1H18 已经收窄至 16BP。而 1H18 小微贷款在总贷款中占比只有 14%，由结构调整带来的优化有望持续。16-17 年时，杭州银行的投资收益率和 6 家均值相差无几，而伴随着对信托/资管计划和投资基金的增配，1H18 其投资收益率已经比 6 家均值高出 31BP。

图 25：杭州银行贷款收益率与 6 家均值的差距收窄至 18BP



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 26：杭州银行投资收益率提升比 6 家均值显著



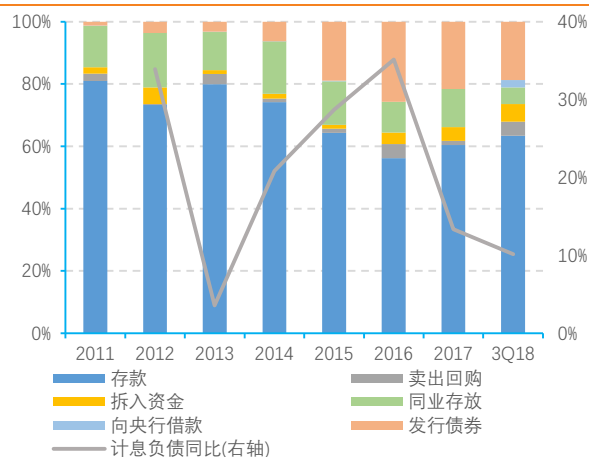
资料来源：银行财报，天风证券研究所

2.2. 负债端：负债付息率较高，但有望改善

结构：存款占比提升，同业负债占比下降

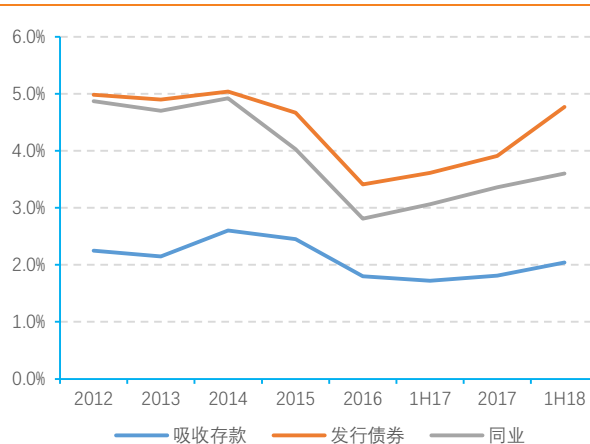
16 年到 18 年上半年末，杭州银行负债端存款占比从 54% 提升至 62%，同业+发债融资占比从 42% 下降到 33%。成本率来看，发行债券>传统同业融资>存款。这种负债端向存款回归的趋势，可减轻负债成本压力，有利于净息差走扩。

图 27：杭州银行计息负债结构——存款占比提升，同业负债压缩



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 28：三种负债成本率均有上升，同业负债成本上升较为明显

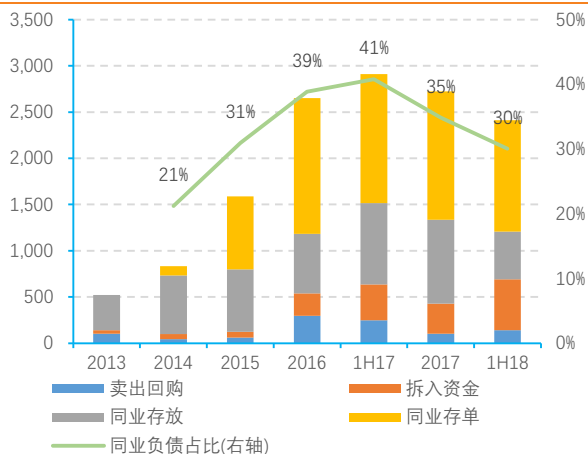


资料来源：银行财报，天风证券研究所

18H1 同业负债占比 30%，距离 1/3 仍有空间。15 年到 17 年上半年，杭州银行大力发展同业负债，以对接资产端同业理财，完成城商行常见的“弯道超车”操作。17H1 同业负债占比高达 41%，而伴随着监管对同业业务的限制，18H1 时该比例下降到 30%，距离 1/3 的上限还有空间可使用。结构来看，同业存放和卖出回购都显著压缩，存单的体量也略有收缩，截至 18H1 为 1205 亿，占同业负债的一半。

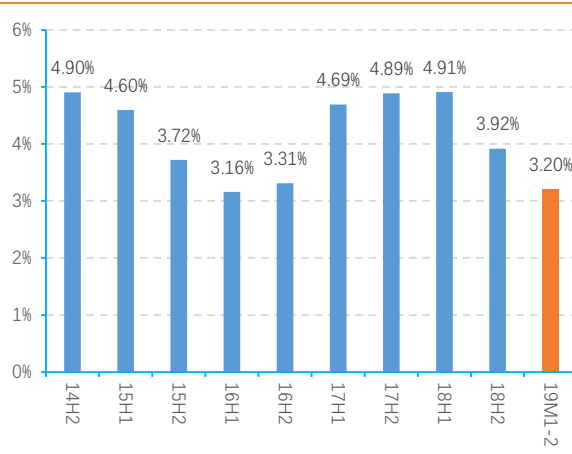
市场利率进一步下降，减轻负债端成本压力。城商行 1 年期同业存单利率下行显著，平均来看，18H2 比 18H1 低 101BP，19 年 1-2 月比 18H2 低 72BP。杭州银行同业负债占比 30%，静态测算，将使计息负债成本率下行 30BP 和 22BP，分别对应到 18H2 和 19H1 业绩。另外，央行在 18Q4 货币政策执行报告中，“稳健中性”换成“稳健”，“把好货币供给总闸门”换成了“强化逆周期调节”，资金市场利率继续下行可能性较大，或至少会维持低位。

图 29：同业融资 14-17 年受倚重，18 年占比趋降（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 30：城商行 1 年期同业存单发行利率（半年度平均值）

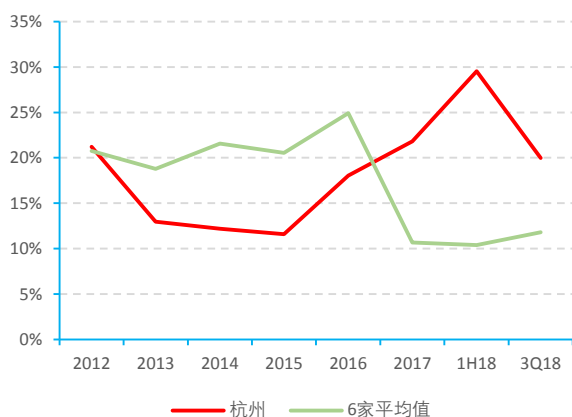


资料来源：WIND，天风证券研究所

增速：存款增速逆势走强，同业存单有所控制

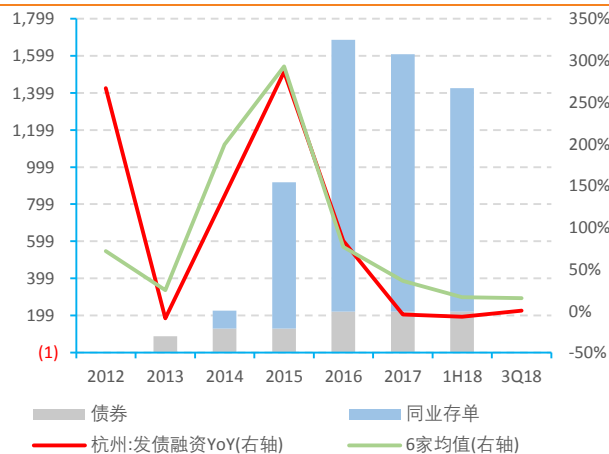
存款增速显著高于 6 家均值。当 6 家可比城商行存款增速的均值在 17 年出现断崖式下跌时（从 25%到 11%），杭州银行却仍处于增速加快的过程中（从 18%到 22%）；这种反差在 18H1 更为突出，杭州同比增速 30%，6 家均值仅为 10%。这种存款的高增支撑了 18 年资产端的高增速，展示了杭州银行惊人的揽储潜力，同时也允许其在 17 年和 18 年上半年同业存单成本较高时，尽量不依赖发行同业存单来保证资产增速。其在 17 年及以后的发债融资增速显著低于 6 家均值，不过在 18Q3 资金利率下行后，又适时地增加了发债融资的体量。

图 31：杭州银行存款同比增速大幅高于 6 家均值



资料来源：银行财报，天风证券研究所

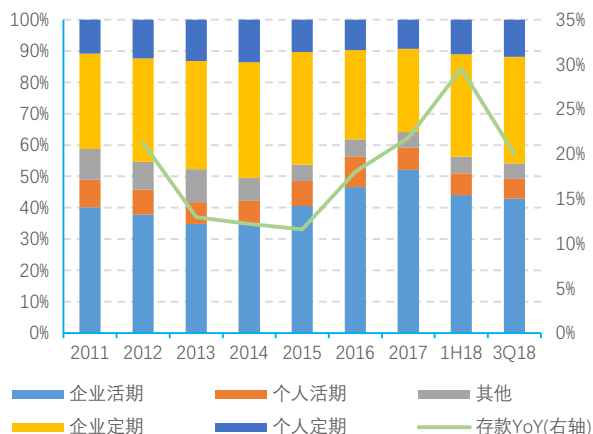
图 32：杭州银行发债融资（主要同业存单）同比增速较低（亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

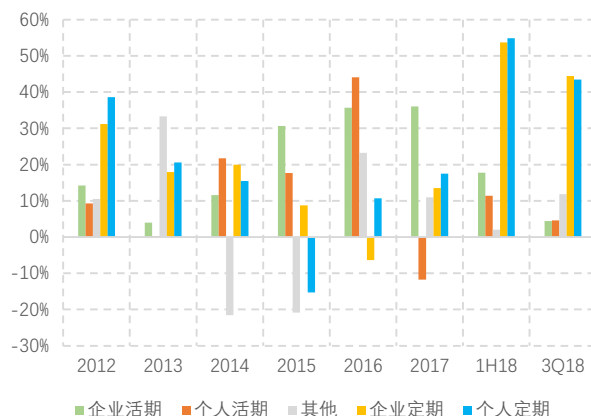
存款高增主要靠定期存款推动。18 年三季度末存款同比 20% 的增速，主要有赖于企业定期增 44% 和个人定期增 43%，而企业活期和个人活期仅同比增长 4% 和 5%。杭州银行客户基础较好，大中型客户扎实，小微和零售客户广泛，存款的质量和稳定性相对更好。当然，定期存款成本高于活期，此举将使得存款成本上升。

图 33：活期存款占比偏低、结构性存款占比偏高



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 34：各类存款同比增速——18 年增长主要靠定期存款拉动

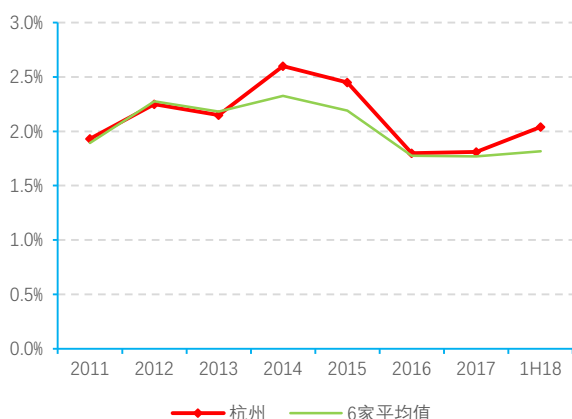


资料来源：银行财报，天风证券研究所

付息率：存款成本有所上行

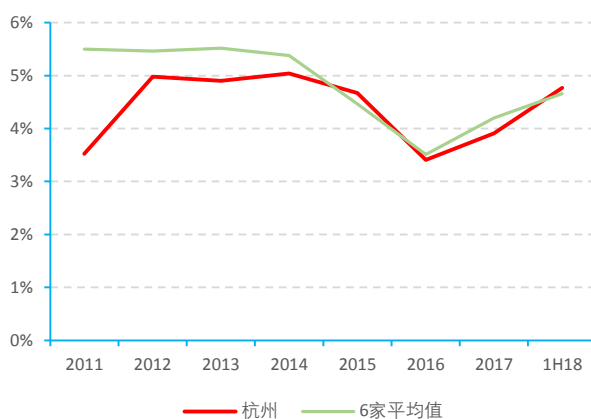
因为 18H1 存款大幅增长，主要靠定期存款，故存款付息率上行较快，从 17 年与同业 6 家均值相差无几到 18H1 高出其 22BP。但以存款置换发债融资的降成本效应，比存款成本略升的影响更大。因为发债融资大部分都是同业存单，而同类银行的发行利率相差不大，从而使得发债融资付息率趋于一致。

图 35：杭州银行存款付息率略升，高于 6 家均值 22BP



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 36：杭州银行发债融资付息率与 6 家均值趋同



资料来源：银行财报，天风证券研究所

2.3. 客户基础优异，存款基础坚实

杭州银行客户基础较好，大中型客户分量重，小微/零售客户够广泛。据招股说明书，截至 2016 年 6 月 30 日，杭州银行有大型企业客户 925 户，户均贷款余额 8644 万元，中型客户 2571 户，户均 2105 万元，这两类客户的贷款余额占比 57.59%，这些来源于大中型客户的存款一般较稳定，因而成为负债端的“定海神针”。此外，杭州银行还有广泛的小微和零售客户基础，早在 2016 年年中，就已经聚集了 2.77 万亿小微客户和 37.30 万零售客户，使存款的增长更具弹性。

表 1：杭州银行客结构均衡且广泛（截至 2016 年 6 月 30 日）

	客户数（户）	贷款总额（万元）	贷款占比	户均（万元）
大型客户	925	7,995,769	34.35%	8,644
中型客户	2,571	5,410,825	23.24%	2,105

小微客户	27,724	3,117,288	13.39%	112
零售客户	373,044	4,902,140	21.06%	13
金融市场	-	1,853,694	7.96%	-
合计	404,264	21,426,022		

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

客户不光有数量，增速也可观，质量也较好。1) 18H1 科技文创企业客户达 4897 户，较年初增加 541 户，377 万的户均贷款余额和 0.73%的不良率，正显示这些企业的资质较为优秀，体现出杭州银行在高速发展中卓越的客户挑选能力；2) 截至 18H1 的上市公司客户有 470 户，比 18 年年初增加 53 户，17 年末比年初增加 122 户，上市公司属于优质企业；3) 零售活跃客户数达 345.55 万户，18H1 个人储蓄存款余额为 889.55 亿元，较年初增幅达 20.52%，是推动整体存款高增的主要因素之一，这就是广泛客户基础带来的揽储的便利；4) 1H18 小微新客户贷款投放达 91.58 亿元，为 17 年全年的 73.85%，增速可观，截至 18H1 小微条线抵押贷款占比达 86.6%，抵押贷款优选本地房产、本地客户，质量也比较高。

代理了杭州市社会保险，构成小微/零售的稳定客户来源。因实际控制人系杭州市财政局，杭州银行可以通过与政府相关部门合作而得到客户导入。例如，至少从 2016 年开始，杭州银行就分别受杭州市地税局、杭州市医疗保险管理服务局的委托，代理了杭州市的社会保险（五险合征）。主要包括：杭州市个体劳动者社会保险、杭州市城乡居民医疗保险、杭州市少儿医疗保险等，分别涵盖杭州地区个体劳动者、个体工商户业主及其雇工，杭州市区的中、小学生等。由此获得的客源足够广泛、粘性够高、业务拓展性较好，是存款增长潜力的来源之一。

2.4. 息差/规模后续仍具增长潜力

18 年资产负债摆布总体特征归纳。18 年初以来资产负债配置的主要逻辑是：大力发展定期存款，推动整体存款保持高增，以此支撑贷款增速加快回升，而不用被动地在 18 年上半年市场利率过高时，发行过多同业存单，而使负债端成本上升过快。

表 2：资产负债摆布的总体特征归纳

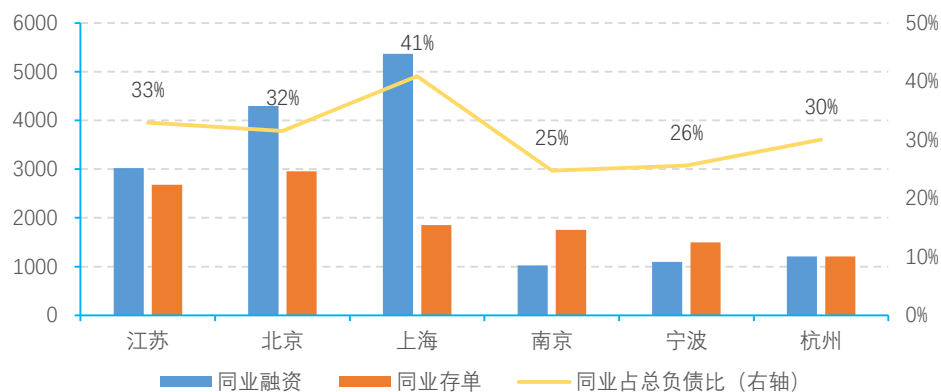
	规模增速	收益率/成本率	策略
资产端	贷款 大幅回升，差距收窄	差距收窄至 18BP	在发力贷款的同时，发挥投资的优势
	投资 虽下滑，但仍高于 6 家均值	上升较快，高于 6 家均值 31BP	
负债端	存款 大幅高于 6 家均值	略升，高于 6 家均值 22BP	揽储力度较大，扩表和压成本有潜力
	发债 低于 6 家均值，但差距收窄	趋同	

资料来源：银行财报，天风证券研究所

资产负债结构后续的优化机会

负债规模有望扩张。1) 个人存款占比相对较低，随着对零售业务的重视加大，这部分存款增长潜力有望释放；2) 18 年初以来展现出来的揽储潜力，多少能反映其背靠杭州市财政局的先天优势，后续有望继续体现；3) 截至 18H1 同业负债占比 30%，距离 1/3 的限制还有少量空间可用，而 19 年资金利率有望继续保持低位，发存单动力增强。负债成本有望下降。1) 因存款成本相对其他负债形式更低，存款占比提升可降总成本；2) 平均来看，城商行 1 年期同业存单的发行利率，19 年 1-2 月比 18H2 低 72BP，若该低利率状况保持住，以同业负债占比 30%测算，将使 19 年计息负债成本率下行 22BP。

图 37：18H1 杭州银行同业负债占比距离 1/3 仍有一些空间（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

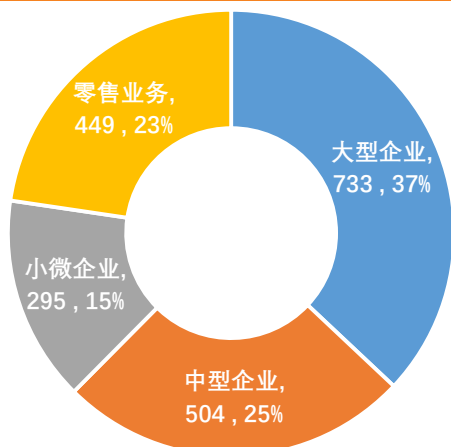
资产端收益率有望改善。1) 贷款占比提升，提振整体收益率；2) 贷款向小微和零售倾斜，小微贷款相对可以有更多的上浮。但也必须看到，虽然杭州银行负债端的扩张潜力，但无法解决资本约束使资产端扩张受限的问题。若在保证获得资产加速扩张的优势，需要及时补充核心一级资本。

3. 小微、科技文创受重视，有望成为新的增长点

3.1. 重拾小微业务，贷款定价有望改善

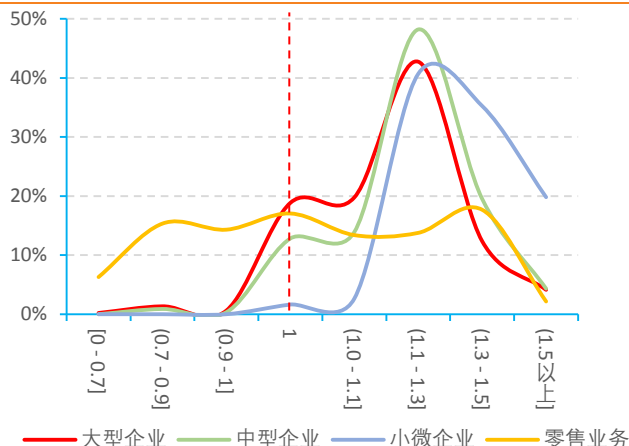
16 年杭州银行并未过多重视小微。招股说明书显示，16H1 杭州银行贷款总额中，大中型企业占比 62%，小微企业仅占 15%。这与典型小微特色城商行的差距较大，比如，2016 年江苏和南京的小微在总贷款中的占比是 42%和 35%。（当然也要注意，这里的“小微”都是各家行的行内口径，并不严格可比）**小微贷款收益性较好。**观察杭州银行 16H1 的贷款定价结构，发现上浮 10%-30%，是大型、中型、小微贷款共同的定价集中区间，而差异在于，小微在上浮 30%以上的区间仍聚集了 55%的贷款，显著高于大型企业的 16%和中型企业的 24%。

图 38：16H1 杭州银行贷款结构——按客户大小划分（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

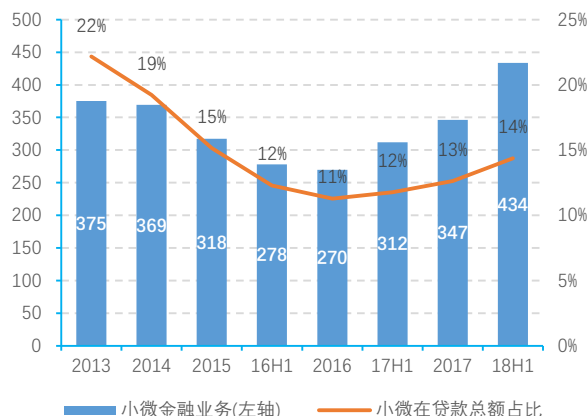
图 39：16H1 杭州银行贷款定价结构——小微定价优势



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

16 年以后小微业务重新受到重视，占比稳步提升。杭州银行小微贷款在总贷款的占比，曾经从 2013 年的 22%降到 2016 年的 11%；但在上市之后，重新重视起小微业务，该比例又开始回升，到 18H1 已经到达 14%。18 年中报中对下半年的策略描述道，“稳健推进小微金融再起航”。考虑到其曾经达到过的水平，以及现如今丰富的产品线，我们有望看到小微贷款的份额进一步提升，从而改善贷款端的收益率。

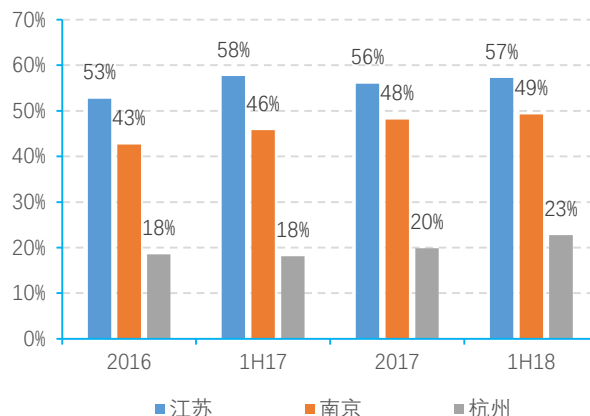
图 40：杭州银行小微贷款在总带宽占比先降后升（单位：亿元）



资料来源：银行财报，天风证券研究所

注：根据杭州银行财报中内部管理口径统计。

图 41：杭州银行小微在对公贷款占比在城商行中并不突出



资料来源：银行财报，天风证券研究所

杭州银行小微服务产品体系较为全面。其官网“小微业务”分为三大类：1) 抵押产品，包含 3 款产品，云抵贷、抵易贷、分期贷，均需要房产抵押，额度高达 800 万和 1000 万，是主打产品；2) 微贷产品，包含 3 款产品，税金贷、云小贷、农户贷，虽然都是信用类贷款，无抵押、无担保，但依然需要满足相关准入条件，比如税务信息、优质房产等；3) 现金管理，为小微企业提供保本理财、现金管理、大额存单、非保本理财等负债端产品，这也许是杭州银行存款得以逆势高增的秘诀所在。

表 3：杭州银行小微金融业务主打产品线一览表

主品牌	业务名称	服务对象	业务特点与优势
抵押产品	云抵贷	针对拥有 自有优质住宅 的个人发放的一款线上申请、线上评估的 抵押贷款 产品，最高额度 800 万元。资质：1) 借款人及其配偶信用状况良好，无不良信用记录；2) 自有优质住宅作为抵押物。	1) 申请便：手机端在线申请，仅需 4 步，方便快捷；2) 审批快：最快 3 分钟返回额度，最快一天放款；3) 利率低：月息最低低至 4.67%，每万元每日只需付息 1.54 元；4) 期限长：最长期限 10 年；5) 还款活：随借随还或分期归还
	抵易贷	面向以 房产 作抵押的小企业法人或经营者个人，可循环使用，最高额度 1000 万元。资质：1) 有抵押物；2) 个人借款需拥有经营主体且从事经营 1 年以上；法人借款需成立 1 年以上。	1) 期限长：最长贷款期限 3 年，最长抵押期限可达 10 年；2) 费用省：按天计息，随借随还；授信金额不用，无额外费用。
	分期贷	针对 拥有自有本地房产 的个人，可用于经营、周转或投资所需，贷款本金分期等额归还，最长期限可达 10 年。	1) 期限长：最长贷款期限可达 10 年；2) 金额高：最高贷款金额可达 1000 万元；3) 还款省：创新分期，贷款期限内最低只需归还一半本金，剩余本金到期归还。
微贷产品	税金贷	与 当地国家税务局 联手，为依法纳税的小微企业量身打造。条件：1) 有效的营业执照；2) 持续经营且持续纳税两年及以上；3) 无未缴清的税款，不存在违法违规记录与税务立案稽查记录；4) 上年纳税信用等级 C 级（含）以上；5) 满足我行其他信贷要求。	1) 额度高：最高授信额度 100 万元；2) 申请快：线上申请，最快 5 分钟获得预授信额度；3) 使用便：贷款资金随借随还，按日计息；4) 纯信用：无抵押、无担保。
	云小贷	拥有 自有优质房产 的个人发放的一款线上申请、线上审批的 信用贷款 产品，最高额度 100 万元。	1) 纯信用、无抵押、免担保；2) 微信公众号、手机银行均可申请；3) 线上申请、最快 3 分钟获得预授信额度。
	农户贷	对符合准入的 农户 授予一定的贷款额度	1) 费用省：利率低，无年费手续费；2) 使用便：贷款资金随借随还，按日计息；3) 渠道广：本行柜台、小企业网银、手机银行、微信银行均可快捷放款还款。
现金管理	小微理财	针对本行小微条线对公结算客户的一款现金管理产品（ 保本理财 ）	5 万起投，1 万递增
	小基快跑	针对本行小微个人客户推出的全自动、智能化余额理财产品，具有自动投资、实时支付等功能（ 类货基 ）	1) 门槛低：1 元起存、一次签约、可实现自动申购；2) 收益高：或超活期 10 倍以上收，日日计息、月月分红；3) 使用便：“快速赎回”资金实时到账，资金使用如活期般便利。
	单位结算卡	向单位客户发行的支付结算工具	
	单位大额存单	面向单位客户发行的记账式大额存款电子化凭证，是具有标准化期限、最低投资金额要求、市场化定价的存款产品（ 大额存单 ）	1) 标准化存款，保本保息；2) 起存金额 1000 万，多存不限；3) 存入当日起息；4) 市场化定价的固定利率；5) 1 月至 5 年共 9 个期限的品种；6) 可提前支取，办理质押。

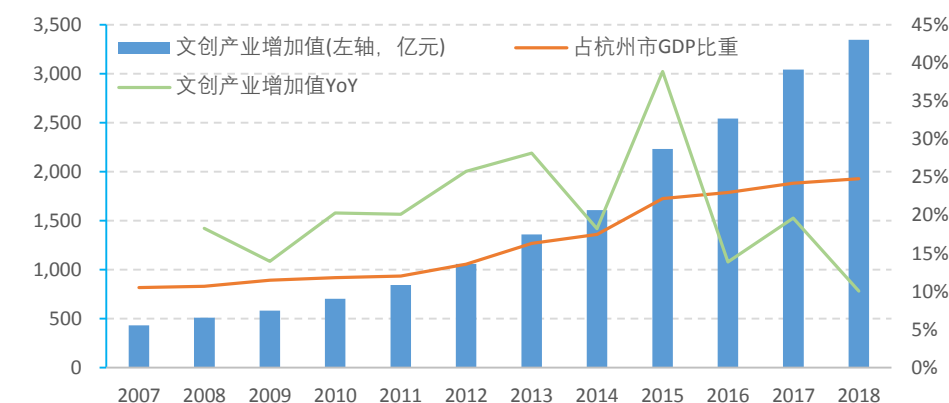
易添利存款账户	小企业对公账户根据服务周期内每日增值本金的余额，按协议约定的计息规则计付存款利息的存款业务。资质：仅对有抵押授信的客户开放	根据计息当日日终余额达到约定增值本金与否来分档计息，鼓励客户顺畅把资金放在账上的时间。
小微金钱包	面向小企业客户发行的开放式非保本浮动收益型银行理财产品，产品没有固定期限，可于任一开放日进行赎回（ 非保本理财 ）	工作日交易时段，实时申赎；5万起购，1万递增。
七天灵动添益	面向小企业客户发行，持有份额满7天后，可在任意开放日赎回（ 非保本理财 ）	1) 属开放性非保本理财；2) 起购金额 10 万，当天起息；3) 满七天后可赎回，资金 T+1 到账；4) 收益较高

资料来源：杭州银行官网，天风证券研究所

3.2. 提前布局文创，收获期渐进

杭州市科技文创产业发达。据杭州市人民政府官网介绍，2017 年上半年，杭州市文创产业规模以上企业共实现主营业务收入 2837 亿元，增长 30.9%。17 年一季度，全市文创产业增加值实现 587 亿元，同比增长 21.5%，占 GDP 比重 23.4%，远超北京、上海、广州、深圳四座一线城市。杭州市作为科技文创中心，“十二五”期间全市文创产业增加值年均增速高于全市 GDP 增速 7.74 个百分点，对 GDP 贡献不断提升。2018 年文创产业实现增加值 3347 亿元，同比增长 10%，成长势头正好。

图 42：杭州市文创产业发展势头正好



资料来源：新华网，天风证券研究所

科技文创金融发展迅速，且不良率较低。截至 18H1，杭州银行服务的科技文创企业客户达 4,897 户，同口径较年初新增 541 户，增幅 12.42%；贷款（不含贴现）余额 184.84 亿元，同口径较年初增加 25.08 亿元，增幅 15.70%。截至 17 年末，服务新三板客户 1,059 户，较 17 年年初增长 30.24%。在业务快速增长的同时，风险也得到有效控制，2017 年末科技文创金融不良贷款率 0.47%，截至 18H1 仅为 0.73%。

表 4：杭州银行科技文创业务发展进程

年份	科技文创金融的进展
2009	设立浙江省第一家科技支行——杭州银行科技支行
2010	设立全国首家开展实质性新三板股权质押业务的新三板特色机构——中关村支行
2013	设立全国首家文创金融专营机构——文创支行
2015	以科技支行、中关村支行、文创支行为基础，成立全国首家科技文创金融事业部
2017	科技文创金融事业部下辖 4 家支行；2017 年末成立北京文化金融事业部
18H1	科技文创金融已成为公司重点战略方向，已建成“1+5+N”的科技文创金融专营体系，为科技文创企业提供“股债结合、投融一体”的综合化金融服务。

资料来源：银行财报，天风证券研究所

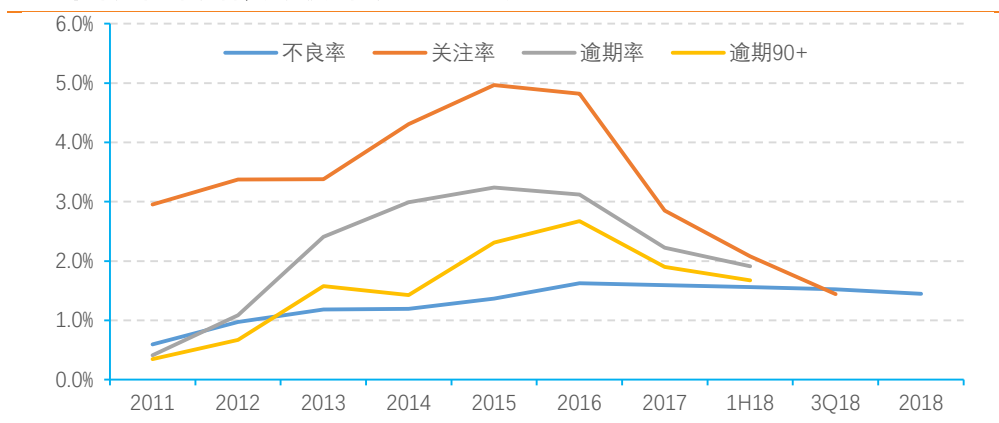
4. 资产质量或企稳，资本紧张待缓解

4.1. 存量不良基本出清，贷款结构改善

潜在不良指标、拨备覆盖率显著改善

不良率企稳趋降，不良前瞻指标大幅下降。杭州银行不良率在16年1.62%的阶段高点，之后便稳步趋降，到2018年已回到1.45%。关注率、逾期率、逾期90+比例在15-16年间达到阶段性高点，之后便走入下降趋势：关注率已从15年的4.97%下降了3.52 pct.到18Q3的1.44%；截至18H1，逾期90+比率为1.68%，仅比同期的不良率高出11BP。

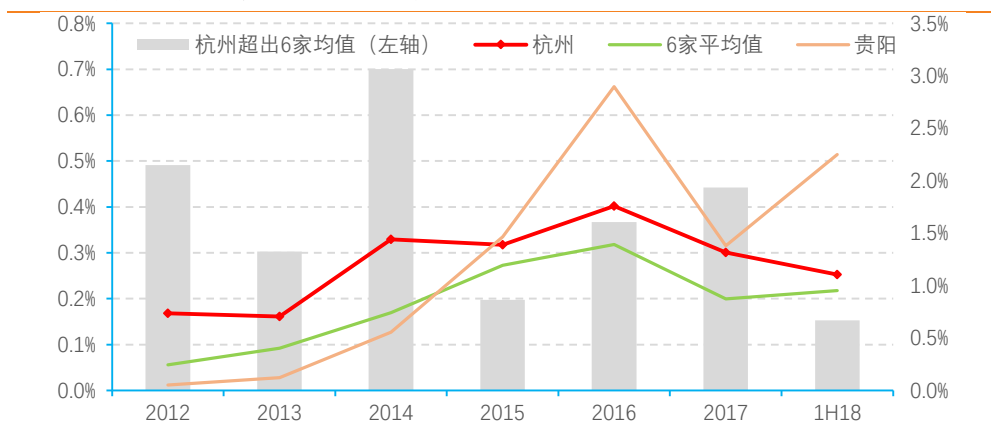
图 43：不良率企稳趋降，资产质量前瞻指标均显著改善



资料来源：银行财报，天风证券研究所

不良净生成比率高过6家均值部分已收窄。在还原当年打包核销掉后，我们可以得到不良净生成情况。可以看到，1）在2012年到18H1期间，杭州银行的不良净生成率均高于6家均值，各年平均来看，杭州的资产质量仅略好于贵阳银行，比其他5家都要更差；2）杭州银行不良净生成率超出6家均值的量在12、14、17年相对较高，分别为49BP、70BP、44BP；3）好在从16年开始，杭州银行不良净生成率开始走入下降趋势，与6家均值的差距也在收窄，表明其潜在不良已在逐渐出清，后续不良生成压力减轻。

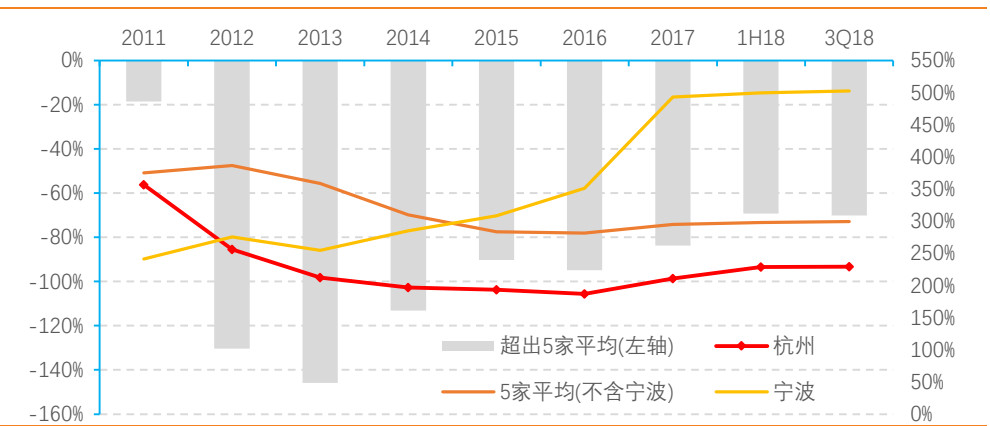
图 44：不良净生成比率高过6家均值的部分已大幅收窄



资料来源：WIND，天风证券研究所

拨备覆盖率略有回升，比5家可比城商行均值差距收窄。宁波银行的拨备覆盖率18Q3达到503%，大幅甩开其他上市城商行。但即便是剔除掉宁波，杭州银行18Q3的拨备覆盖率，比起剩下的5家可比城商行的均值也还是低出70 pct.，虽然比起13年的146 pct.是大幅收窄了，但差距仍然不小。伴随着不良净生成进入下降趋势，保持拨备计提力度的前提下，拨备覆盖率有望继续保持回升态势。

图 45：杭州银行拨备覆盖率略有回升，比 5 家可比城商行均值差距收窄

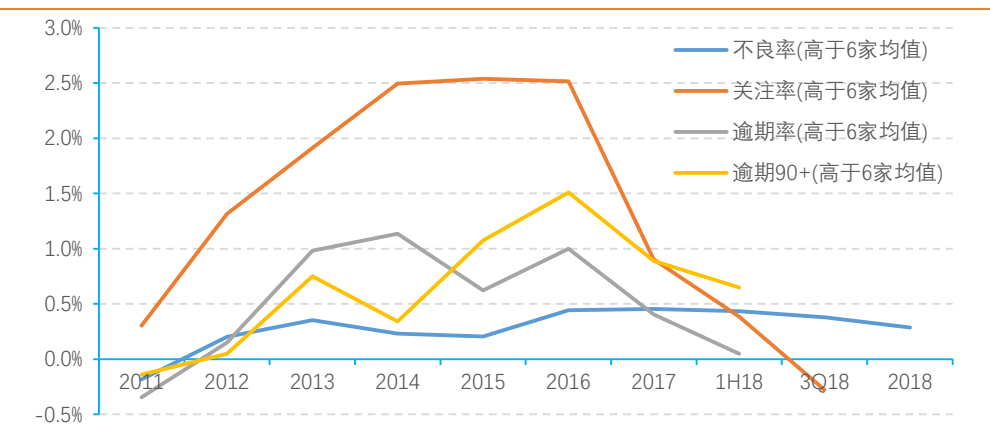


资料来源：WIND，天风证券研究所

潜在不良指标与 6 家均值的差距缩窄，贷款结构改善

逾期率下行至可比公司均值。按逾期天数分类相对客观，杭州银行的逾期率从 14 年高于 6 家均值约 1.13 个百分点，到 18H1 已基本与其持平；逾期 90+ 比例在 18H1 比 6 家均值高出 65BP，仍然有待出清。关注率到 18Q3 已经低于 6 家均值水平，潜在不良包袱已大幅减轻。

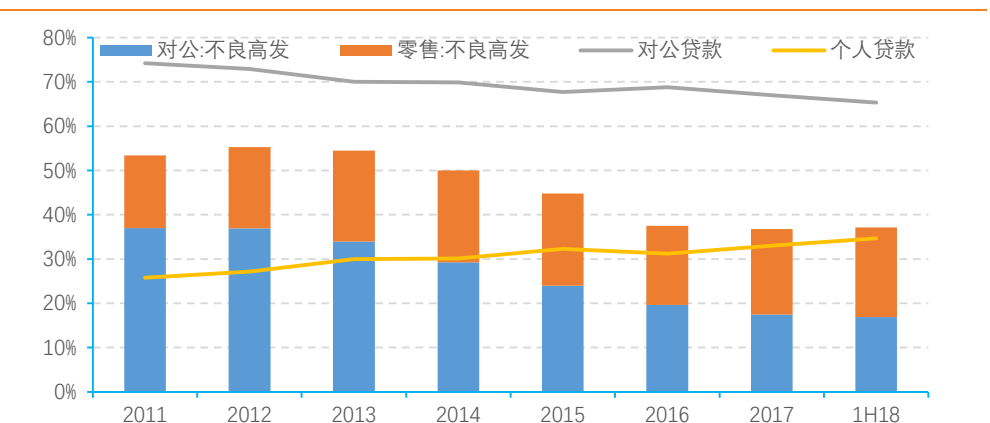
图 46：不良率、潜在不良指标和 6 家均值的差异在收窄



资料来源：银行财报，天风证券研究所

对公不良高发行业占比持续压降，个贷占比提升。在 2011 到 18 年上半年末，对公贷款占比下降、个贷占比上升，二者交换了 8.9 个百分点，这将提升贷款端的资产质量；对公不良高发行业（制造业、批发零售、农林牧渔、采矿业）占比从 37% 下降到 17%，累计下降了 20 个百分点，行业结构的信用风险已大大降低。

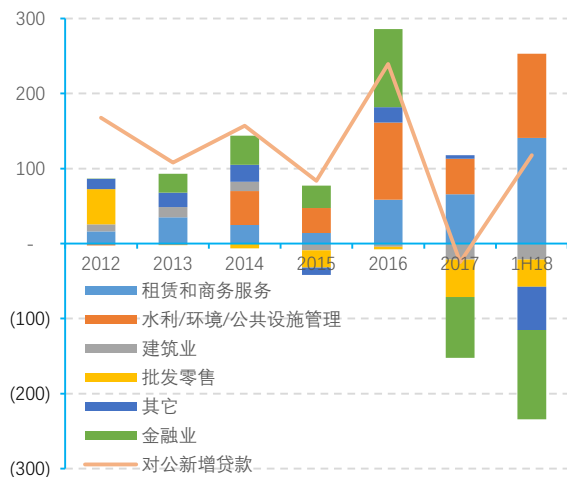
图 47：杭州银行对公不良高发行业占比持续压降，个贷占比提升



资料来源：银行财报，天风证券研究所

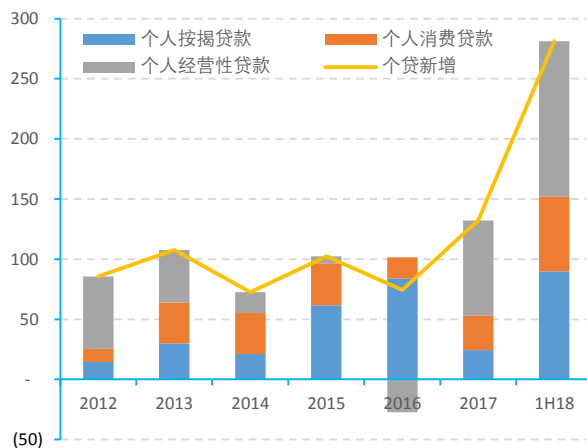
个贷增量超过对公，对公行业结构优化。1) 在 17 年和 18H1 的新增贷款中，个贷已经超过对公，实际上，17 年对公贷款压降了 25 亿、个贷增 132 亿，18H1 对公增加 118 亿、个贷新增 281 亿；2) 新增对公贷款主要在租赁和商务服务、水利环境和公共设施管理，新增个贷主要是经营性贷款，对公不良易发行业得到压降，批发零售业连续四年半压降。

图 48：对公新增贷款情况——主要是租赁商务+水利环境



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 49：18H1 个贷新增体量已与对公相当，经营性贷款为主

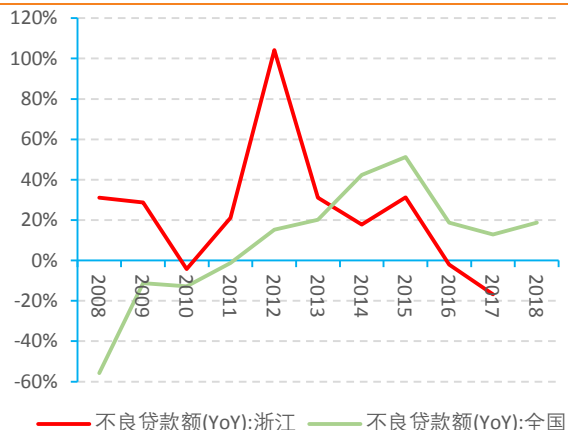


资料来源：银行财报，天风证券研究所

浙江省不良高发期已过，已实现不良“双降”

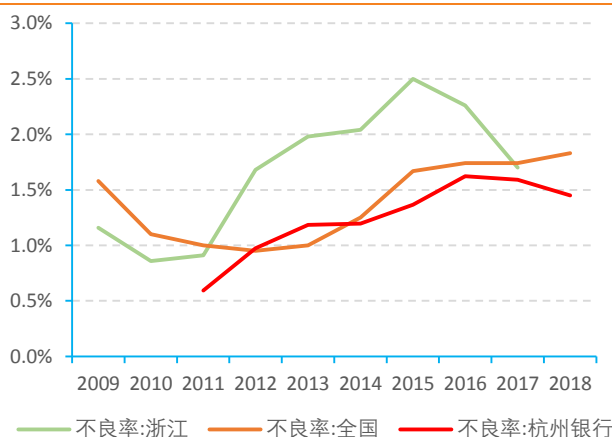
浙江不良发生节奏早于全国，也提前消化出清。上一波不良高发期，浙江省较早开始，不良余额增速在 12 年达到峰值，之后便持续下降，到 16-17 年已经为负，17 年降幅尤其大，为 -16.73%，表示不良额已开始显著下降，而同期全国不良余额仍在增长。浙江省不良率也从 16 年开始走入下降，而同期全国不良率仍只是在高位企稳。杭州银行大部分资产位于杭州，其不良走势应与浙江省整体情况关系紧密，或已进入出清阶段。

图 50：浙江省不良额同比增速从 2014 年来持续低于全国



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 51：浙江省不良率已于 16 年先于全国开始下降



资料来源：WIND，天风证券研究所

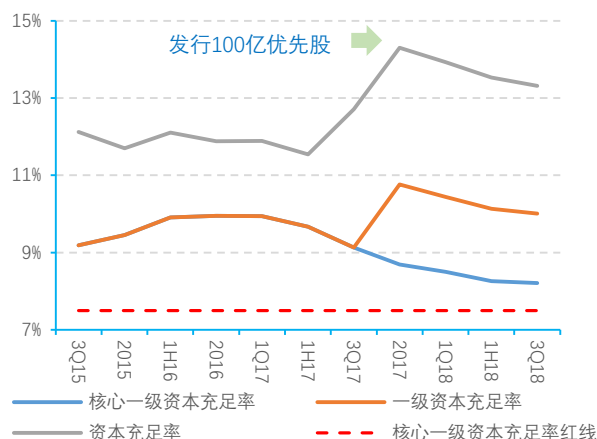
4.2. 资本紧张亟待缓解

核心一级资本充足率是主要的瓶颈，空间仅 71BP。根据《商业银行资本管理办法(试行)》，商业银行的三个资本充足率指标在 2018 年底之前，需要达到 7.5%、8.5%、10.5%。截至 3Q18，杭州银行的核心一级资本/一级资本/资本充足率距离该监管底线的空间分别为 71BP、96BP、222BP，核心一级资本充足率是主要瓶颈。静态测算，其在 18Q3 的风险加权资产基础上的扩张空间是 9.47%（不考虑任何形式的后续资本补充）。

杭州和南京的资本约束显著强于其他上市城商行。三条资本充足率空间的下包络线，刻画

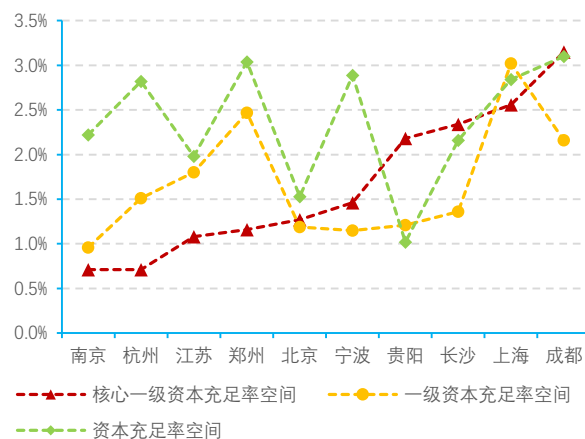
出上市城商行资本约束的瓶颈。其中，杭州和南京最为紧张，仅为 71BP；上海、成都相对宽裕，分别为 2.56 pct.和 2.16 pct.；其余几家在 1 pct.和 2 pct.之间。

图 52：尽管 17Q4 发行了 100 亿优先股，核心一级资本仍告急



资料来源：WIND，天风证券研究所

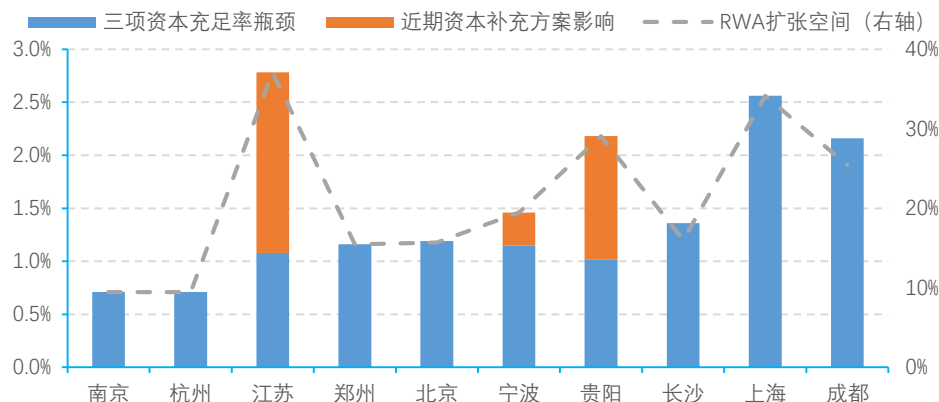
图 53：3Q18 城商行资本充足率距离监管红线的空间



资料来源：WIND，天风证券研究所

18H2 部分城商行（拟）补充了资本，杭州银行亟待补充。自上市以来，杭州银行仅于 17 年下半年非公开发行了 100 亿优先股，使其一级资本充足率和资本充足率分别上行 1.63 pct.和 1.59 pct.。而核心一级资本充足率则是持续下滑，从 16 年末的 9.95% 下滑至 18Q3 的 8.21 pct.，平均消耗 63BP/年，照这个速度，71BP 的空间只够支撑一年出头。因此，杭州银行急需通过增发、配股、利润留存等方式，补充核心一级资本。

图 54：上市城商行核心一级资本充足率超出 7.5% 部分以及对应 RWA 扩张空间



资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测方法、假设及测算过程

基本假设主要包括：

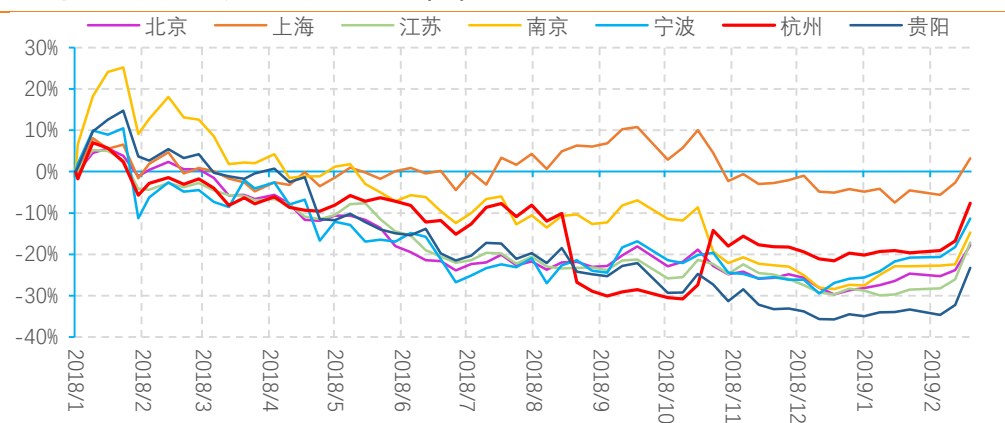
- 1) **净息差显著回升。**资产端向贷款回归，贷款向小微和零售倾斜，贷款利率较基准上浮的比例有望提升；负债端存款占比提升，资金市场利率下行降低成本，均是净息差走阔的有利因素。
- 2) **资产规模增速回升。**个人存款占比相对较低，随着对零售业务的重视加大，这部分存款增长潜力有望释放；18 年初以来展现出来的揽储潜力，多少能反映其背靠杭州市财政局的先天优势，后续有望继续体现；截至 18H1 同业负债占比 30%，距离 1/3 的限制还有少量空间可用，而 19 年资金利率有望继续保持低位，发存单动力增强。

- 3) **拨备计提力度加大。**2019 年下半年到 2020 年不良发生可能加快，有必要增提拨备以备考核；另外，杭州银行当前的拨备覆盖率在可比同业中处于低位，有补充的必要。

5.2. 估值方法与结论

银行(尤其是同类银行)业务相似度较高,故本报告选择**相对估值法**对浦发银行进行估值。对于盈利波动较大的公司(例如周期性行业),若选择市盈率(PE)估值法,会出现估值不稳定的情况,而企业的净资产往往变动幅度不会太大,此时市净率(PB, LF)估值法的稳定性就相对较强。因此,本报告采取**基于市净率(PB)的相对估值法**。

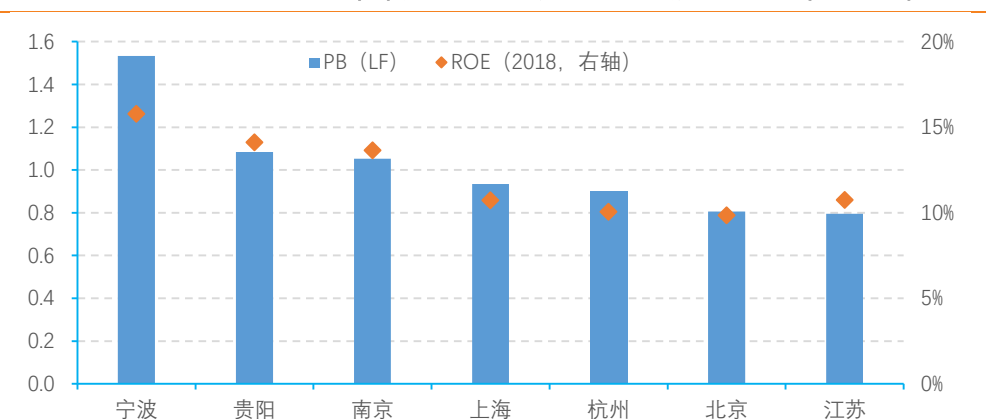
图 55: 2018 年年初至今 7 家上市城商行 PB (LF) 的涨跌情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

银行的估值通常与盈利能力高度相关,当 ROE 提升时,其估值也相应会水涨船高。杭州及其 6 家可比城商行中,自 2019 年 3 月 1 日向前回溯 1 年的平均 PB (LF),与其 ROE 大致匹配,而个体间的差异,可以从盈利能力之外的因素得到解释,比如资产质量、资本约束等。宁波、贵阳、南京、上海的 PB (LF) 向前回溯一年的均值依次为 1.53 倍、1.08 倍、1.05 倍、0.93 倍(均值为 1.15 倍),而杭州的 PB (LF) 均值仅为 0.90 倍;估值的高低排序与其 ROE 的高低是完全一致的。杭州银行潜在不良已基本出清,负债端扩张潜力正在显现,资产负债结构调整和资金利率下行也有利于息差走阔,我们认为,其后续 ROE 存在较强的回升潜力。因此,取 PB 和 ROE 领先的五家城商行的 PB 均值 1.15 倍,作为杭州银行的目标 PB。

图 56: 杭州银行与可比城商行的 PB (LF), 取 2019 年 3 月 1 日向前回溯一年的均值(单位: 倍)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

6. 投资建议: 存量不良基本出清, 业绩回升潜力释放

(一) 存款高增推动规模扩张, 息差亦显著回升

16 年到 18 年上半年末, 6 家可比城商行存款增速均值从 25% 下降到 10%, 而同期杭州银行

却从 18%提升至 30%，差距达 20 pct.；尽管该差距在 18Q3 收窄至 8 pct.，但仍是不小的优势。杭州银行故能实现**贷款增速** 24.1%，与 6 家均值的差距大幅收窄，同时保证 1.45%的**投资增速**。18 年净息差 1.95%，较 17 年上升 30BP，与 6 家均值的差距从 35BP 收窄至 12BP；3Q18 生息资产规模增速 8.17%，比 6 家均值高出 5.15 pct.。在净利息收入推动下，18 年营收 171 亿，YoY +21%，**归母净利润** 54 亿，YoY +19%，**总资产** 9212 亿，YoY +10.55%。

（二）息差和规模仍有潜力，小微/文创正待发力

看好规模扩张潜力。1) 个人存款占比较低，这部分存款增长潜力有望释放；2) 18 年初以来展现出来的揽储潜力，多少能反映其背靠杭州市财政局的先天优势，后续有望继续体现；3) 截至 18H1 同业负债占比 30%，距离 1/3 的限制还有少量空间可用，而 19 年资金利率有望继续保持低位，发存单动力增强。**看好息差回升潜力。**1) 因存款成本相对其他负债形式更低，存款占比提升可降总成本；2) 平均来看，城商行 1 年期同业存单的发行利率，19 年 1-2 月比 18H2 低 72BP，若该低利率状况保持住，以同业负债占比 30%测算，将使 19 年计息负债成本率下行 22BP。3) 贷款占比提升，并向小微和零售倾斜，定价优势凸显。**看好小微/文创业务的发展。**小微占比提升，改善贷款定价；文创顺应区域经济发展方向，前途看好。

（三）存量不良已基本出清，资本紧张亟待缓解

不良率企稳趋降，不良前瞻指标降至同业均值水平。16-18 年，杭州银行不良率已从 1.62% 逐步降至 1.45%。关注率已从 15 年的 4.97%下降了 3.52 pct.到 18Q3 的 1.44%；18Q3 逾期 90+比率为 1.68%，仅高出不良率 11BP。**浙江省不良早于全国开始出清。**浙江省不良额增速在 12 年达到峰值，之后便持续下降，到 17 年增速已经为负；不良率从 16 年已开始下降，而同期全国不良率仍只是在高位企稳。杭州银行大部分资产位于杭州，料其不良也已进入出清阶段。**对公不良高发行业占比持续压降，个贷占比提升。**从 2011 年到 18H1，对公贷款占比上升、个贷占比下降，二者交换了 8.9 pct.；对公不良高发行业（制造业、批发零售、农林牧渔、采矿业）占比从 37%下降到 17%，累计下降了 20 pct.，行业结构的信用风险已大大降低。核心一级资本充足率 8.21%，仅高出监管红线 71BP，**资本紧张亟待缓解。**

结论：受益于市场利率下行而负债成本趋降，叠加负债端扩张潜力释放、存量不良基本出清，18 年业绩回暖之势有望持续，截至 19 年 3 月 1 日收盘，其 PB (IF) 仅 0.97 倍，大幅低于 4 家 PB 居前者的均值 1.17 倍，业绩回升将带来估值提振。预计 18-20 年净利润增速为 19.0%/18.5%/17.7%，对应 EPS 为 1.06/1.25/1.47 元，现价对应 18/19/20 年 0.97/0.85/0.73 倍 PB。**首次覆盖给予杭州银行 2018 年 1.15 倍 PB，目标价 10.58 元，增持评级。**

7. 风险提示

资本补充进度不及预期；为完成小微/民企任务而拖累资产质量；揽储竞争加剧使负债成本压力增加。

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	117	123	148	162	177	净利润增速	8.6%	13.2%	19.0%	18.5%	17.7%
手续费及佣金	21	16	16	17	17	拨备前利润增速	21.3%	3.1%	26.7%	13.6%	12.2%
其他收入	(0)	2	7	10	13	税前利润增速	4.3%	5.9%	15.6%	29.0%	15.0%
营业收入	137	141	171	189	207	营业收入增速	10.7%	2.8%	21.0%	10.5%	9.7%
营业税及附加	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)	净利息收入增速	6.0%	4.9%	20.5%	9.8%	8.9%
业务管理费	(42)	(45)	(49)	(51)	(52)	手续费及佣金增速	73.4%	-21.6%	2.0%	2.0%	2.0%
拨备前利润	92	95	121	137	154	营业费用增速	6.1%	8.0%	10.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(45)	(45)	(62)	(62)	(68)	规模增长					
税前利润	47	50	58	75	86	生息资产增速	32.3%	15.5%	8.4%	7.5%	7.8%
所得税	(7)	(5)	(4)	(10)	(10)	贷款增速	14.6%	15.1%	25.0%	15.0%	14.0%
净利润	40	46	54	64	76	同业资产增速	-22.0%	-22.5%	50.0%	0.0%	5.0%
资产负债表						证券投资增速	71.9%	23.6%	-5.0%	3.0%	3.0%
贷款总额	2466	2838	3548	4080	4651	其他资产增速	17.5%	36.3%	157.4%	193.1%	77.2%
同业资产	564	437	656	656	688	计息负债增速	35.1%	13.4%	9.9%	13.9%	13.9%
证券投资	3473	4292	4077	4200	4326	存款增速	18.0%	21.8%	14.0%	10.0%	9.0%
生息资产	7183	8297	8996	9672	10424	同业负债增速	48.1%	12.6%	8.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	96	131	338	992	1757	股东权益增速	20.9%	34.4%	10.3%	12.5%	13.0%
总资产	7204	8333	9209	10513	12002	存款结构					
客户存款	3683	4486	5114	5626	6132	活期	56.4%	59.2%	59.16%	59.16%	59.16%
其他计息负债	2870	2942	3049	3675	4461	定期	38.2%	35.9%	35.88%	35.88%	35.88%
非计息负债	266	387	474	568	682	其他	5.4%	5.0%	4.96%	4.96%	4.96%
总负债	6819	7815	8637	9870	11275	贷款结构					
股东权益	386	518	572	643	727	企业贷款(不含贴现)	59.1%	61.6%	57.56%	57.56%	57.56%
每股指标						个人贷款	31.2%	33.0%	38.01%	38.01%	38.01%
每股净利润(元)	1.54	1.24	1.06	1.25	1.47	资产质量					
每股拨备前利润(元)	3.53	2.60	2.35	2.67	3.00	不良贷款率	1.62%	1.59%	1.45%	1.42%	1.40%
每股净资产(元)	14.73	11.42	9.20	10.59	12.22	正常	93.56%	95.56%	97.20%	97.25%	97.30%
每股总资产(元)	275.24	227.41	179.50	204.92	233.94	关注	4.82%	2.85%	2.80%	2.75%	2.70%
P/E	11.43	10.10	8.49	7.17	6.09	次级	0.38%	0.65%			
P/PPOP	2.54	3.45	3.81	3.36	2.99	可疑	0.24%	0.48%			
P/B	1.19	1.10	0.97	0.85	0.73	损失	1.00%	0.46%			
P/A	0.03	0.04	0.05	0.04	0.04	拨备覆盖率	186.76%	211.03%	245.36%	260.58%	276.15%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.74%	1.51%	1.71%	1.74%	1.76%	资本充足率	11.88%	14.30%	12.19%	10.47%	9.04%
净利差(Spread)	1.83%	1.61%	1.76%	1.81%	1.84%	核心资本充足率	9.95%	8.69%	7.68%	6.83%	6.12%
贷款利率	5.04%	4.74%	4.94%	5.02%	5.07%	资产负债率	94.65%	93.78%	93.79%	93.88%	93.95%
存款利率	1.80%	1.81%	1.86%	1.89%	1.91%	其他数据					
生息资产收益率	4.17%	4.22%	4.42%	4.52%	4.58%	总股本(亿)	26.17	36.64	51.30	51.30	51.30
计息负债成本率	2.34%	2.61%	2.66%	2.69%	2.71%						
盈利能力											
ROAA	0.63%	0.59%	0.62%	0.65%	0.67%						
ROAE	11.42%	11.32%	12.16%	12.64%	12.90%						
拨备前利润率	1.46%	1.22%	1.37%	1.39%	1.37%						

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