

**600926.SH**
**买入**

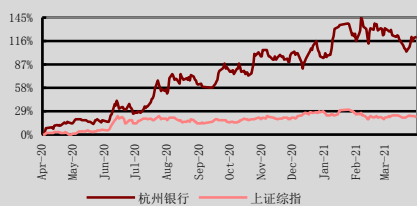
原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.42

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 业绩高增, 拨备厚实

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	17.1	(4.5)	13.2	126.8
相对上证指数	18.9	(5.2)	16.8	104.3

发行股数(百万)	5,930
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	97,374
3个月日均交易额(人民币 百万)	472
资本充足率(%) (2021Q1)	8.35
主要股东(%)	
Commonwealth Bank of Australia	16

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 4 月 26 日收市价为标准

**相关研究报告**

《杭州银行: 盈利指标表现靓丽, 资产质量行业翘楚》20210301

《杭州银行: 盈利表现靓丽, 息差环比大幅改善》20191024

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

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

证券分析师: 熊颖

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090003

# 杭州银行

## 业绩高增, 拨备厚实

杭州银行 2020 年营收和净利润增速均保持同业前列, 1 季度营收保持快增, 拨备释放业绩弹性, 资产质量保持上市银行第一梯队水平。公司区域位置优越, 拥有深厚的区域业务基础, 且近年来公司资产负债结构不断优化, 我们看好公司未来区域发展优势和经营成长性, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 1 季度营收保持快增, 拨备释放业绩弹性

杭州银行 1 季度营收延续快增势头, 实现 14.15% 的同比增长, 预计绝对水平在上市银行中排名前列。公司手续费净收入在 2020 年高增(+101.7%) 基础上保持强劲增长, 预计仍受益于托管、代理等业务的迅猛发展。公司 1 季度利息净收入同比增速较 2020 年 (+22.1%, YoY) 放缓约 5 个百分点至 17.08%, 考虑到 1 季度规模扩张提速, 预计受负债端成本上行、息差收窄的影响。在资产质量保持优异、拨备计提压力减弱支撑下, 公司 1 季度净利润同比增 16.33%, 增速较 2020 年 (+8.09%, YoY) 提升 8.24 个百分点。

- 2020 年息差同比走阔, 资产负债结构优化持续

公司 2020 年息差较 2019 年走阔 13BP 至 1.98%, 净利息同比走阔 3BP 至 1.96%, 主要得益于负债端成本的改善。公司 2020 年计息负债成本率较 2019 年下行 20BP 至 2.43%, 改善的主要原因在于市场化负债成本的下行以及负债结构的优化。展望后续, 我们认为市场资金利率上行对公司市场化负债成本带来一定的上行压力, 预计公司未来将继续优化负债结构、压降高成本负债产品来缓冲负债端成本上行压力。资产端, 2020 年公司生息资产收益率较 2019 年下降 16 BP 至 4.39%, 主要受市场资金利率下行、让利实体经济的影响。结构上来看, 2020 年公司贷款增速 (+18.35%, YoY) 快于资产 (+14.2%, YoY), 带动贷款占比较 2019 年提升 0.5 个百分点至 39.3%, 且 1 季度贷款延续积极投放态势 (+18.35%, YoY)。展望 2021 年, 公司已成功发行 150 亿元可转债, 转股完成后将补充核心一级资本, 支持资产规模以及信贷的稳健发展。

- 资产质量优异, 拨备覆盖率居行业前列

公司 1 季末不良率为 1.05%, 环比继续下降 2bp; 关注类贷款占比为 0.49%, 环比下降 9BP。公司不良认定严格, 2020 年末逾期 90 天以上贷款比不良贷款为 59.05%。根据我们测算, 公司 2020 年、1 季度年化不良生成率为 0.63%、0.2%, 不良生成速度保持行业优异水平。同时, 公司 1 季末拨备覆盖率环比上升 29 个百分点至 499%, 拨备比环比提升 20BP 至 5.22%, 厚实的拨备使得公司风险抵御能力进一步增强, 资产质量为上市银行第一梯队水平。

**估值**

- 我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 1.40/1.59 元的预测, 对应净利润增速为 16.2%/13.7%。目前股价对应 2021/2022 年市净率为 1.43x/1.31x。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期。

**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	28,666	33,272	38,611
变动(%)	25.52	15.90	15.56	16.07	16.04
净利润	6,602	7,136	8,296	9,436	10,718
变动(%)	22.0	8.1	16.2	13.7	13.6
净资产收益率(%)	13.24	12.26	12.46	13.05	13.58
每股收益(元)	1.11	1.20	1.40	1.59	1.81
市盈率(倍)	15.02	13.89	11.95	10.51	9.25
市净率(倍)	1.89	1.55	1.43	1.31	1.20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 事项:

2021 年第一季度归母净利润同比+16.33% (2020 年+8.09%)。1 季度营业收入同比+14.15% (2020 年+15.87%)，利息净收入同比+17.08% (2020 年, +22.1%)，手续费净收入同比+147.2% (2020 年, +101.7%)，成本收入比 21.35% (-1.10pct, YoY)，2020 年净息差 1.98% (+13bp, YoY)。公司 2021 年第一季度年化 ROA0.84% (+0bp, YoY)；年化 ROE13.76% (-2.28pct, YoY)。2021 年第一季度末总资产 1.23 万亿元 (+18.08%, YoY/+5.03%, QoQ)。其中贷款+18.35%, YoY/+7.22%, QoQ；存款+14.17%, YoY/+5.20%, QoQ。2021 年第一季度末不良贷款率 1.05% (-24bp, YoY/-2bp, QoQ)。拨备覆盖率 498.63% (+143.90pct, YoY/+29.09pct, QoQ)，拨贷比 5.22%(+63bp, YoY/+20bp, QoQ)。2021 年第一季度末核心一级资本充足率 8.35%，资本充足率 13.97%。公司 2020 年计划现金分红比例为 31.37%。

### 1 季度营收保持快增，拨备释放业绩弹性

杭州银行 1 季度营收延续快增势头，实现 14.15% 的同比增长 (vs15.87%，2020 年)，预计绝对水平在上市银行中排名前列。其中，公司 1 季度手续费净收入在 2020 年高增 (+101.7%) 基础上保持强劲增长，结合 2020 年的手续费收入表现来看，我们预计仍受益于托管、代理等业务的迅猛发展。1 季度利息净收入同比增速较 2020 年 (+22.1%，YoY) 放缓约 5 个百分点至 17.08%，考虑到 1 季度规模扩张提速 (1 季度规模同比增 18.1%，增速较 2020 年提升 3.9 个百分点)，预计受负债端成本上行、息差收窄的影响。在市场资金利率上行情况下，公司 1 季度投资收益同比下降 46%，但主营业务收入的优异表现对冲投资收益波动。在资产质量保持优异、拨备计提压力减弱支撑下，公司 1 季度净利润同比增 16.33%，增速较 2020 年 (+8.09%, YoY) 提升 8.24 个百分点。

### 2020 年息差同比走阔，资产负债结构优化持续

公司 2020 年息差较 2019 年走阔 13BP 至 1.98%，净利息同比走阔 3BP 至 1.96%，主要得益于负债端成本的改善。公司 2020 年计息负债成本率较 2019 年下行 20BP 至 2.43%，改善的主要原因在于市场化负债成本的下行以及负债结构的优化：(1) 负债端存款占比提升：从计息负债日均结构来看，2020 年日均存款占比为 68%，较 2019 年提升 4.3 个百分点；(2) 活期存款占比提升：从存款结构来看，2020 年末活期存款占比较 2019 年提升 5.8 个百分点至 56.2%，且占比提升主要来源于企业存款，预计企业活期存款的较好表现与公司加强企业综合经营、业务联动，提升代收付等举措相关。展望后续，我们认为市场资金利率上行对公司市场化负债成本带来一定的上行压力，根据我们期初期末口径测算，公司 1 季度负债端成本率环比上行 2BP，预计公司未来将继续优化负债结构、压降高成本负债产品来缓冲负债端成本上行压力，1 季度公司存款吸收速度加快 (14.2%，YoY)，增速较 2020 年 (13.5%) 提升 0.7 个百分点。

资产端来看，2020 年公司生息资产收益率较 2019 年下降 16 BP 至 4.39%，主要受市场资金利率下行、让利实体经济的影响。结构方面，2020 年公司贷款增速 (+18.35%，YoY) 快于总资产 (+14.2%，YoY)，带动贷款占比较 2019 年提升 0.5 个百分点至 39.3%，且 1 季度贷款延续积极投放态势 (+18.35%，YoY)，贷款占比进一步提升至 40.2%。从贷款结构来看，2020 年公司继续发力零售和小微业务，年末零售贷款占比为 38.9%，较 2019 年提升 0.6 个百分点；个人经营贷款占比 14.5%，较 2019 年提升 1.2 个百分点。展望 2021 年，公司已成功发行 150 亿元可转债，转股完成后将进一步补充核心一级资本，支持资产以及信贷的稳健发展。此外，我们认为随着后疫情时期国内经济的稳步增长，信贷需求旺盛，且零售需求逐步修复，在公司“以做大零售、做优小微为增长极”业务策略下，预计 2021 年公司将持续提升信贷与零售信贷占比。

### 资产质量优异，拨备覆盖率居行业前列

在盈利指标取得靓丽表现的同时，杭州银行 1 季度继续夯实资产质量基础，拨备进一步增厚。公司 2020 年末不良率为 1.07%，同比下行 27BP，企业与零售信贷分别同比下行 36BP、9BP；1 季末不良率为 1.05%，环比继续下降 2bp，不良率延续改善趋势。1 季末关注类贷款占比为 0.49%，环比下降 9BP，且关注类贷款占比处于行业低位。公司不良认定严格，2020 年末逾期 90 天以上贷款与不良贷款比例 59.05%，较 2019 年末下降 27.09 个百分点。根据我们测算，公司 2020 年、1 季度单季年化不良生成率分别为 0.63%、0.2%，不良生成速度保持行业优异水平。同时，公司 1 季末拨备覆盖率环比上升 29 个百分点至 499%，拨贷比环比提升 20BP 至 5.22%，厚实的拨备使得公司风险抵御能力进一步增强，公司资产质量已居上市银行第一梯队水平。

### 投资建议

杭州银行 2020 年营收和净利润增速均保持同业前列，1 季度营收保持快增，拨备释放业绩弹性，资产质量保持上市银行第一梯队水平。公司区域位置优越，拥有深厚的区域业务基础，且近年来不断优化资产负债结构，提升存、贷款占比，零售、小微业务贡献度不断加大。我们维持公司 2021/2022 年 EPS 为 1.40/1.59 元的预测，对应净利润增速为 16.2%/13.7%。目前股价对应 2021/2022 年市净率为 1.43/1.31x，对应市盈率为 12.0x/10.5x。我们看好公司未来区域发展优势以及经营成长性，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。

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS(摊薄/元)	1.11	1.20	1.40	1.59	1.81
BVPS(摊薄/元)	10.25	10.77	11.68	12.72	13.90
每股股利	0.40	0.35	0.41	0.46	0.53
分红率(%)	31.44	29.08	29.08	29.08	29.08
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
贷款总额	415	484	571	674	796
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	1,559	1,807
资产合计	1,024	1,169	1,366	1,583	1,835
客户存款	620	704	809	931	1,070
计息负债总额	948	1,066	1,207	1,368	1,552
负债合计	962	1,088	1,280	1,491	1,736
股本	5	6	6	6	6
股东权益合计	63	81	86	92	99
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	16	19	22	26	30
净手续费及佣金收入	1	3	4	5	6
营业收入	21	25	29	33	39
营业税金及附加	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
拨备前利润	15	18	21	24	28
计提拨备	(8)	(10)	(11)	(14)	(16)
税前利润	7	8	9	11	12
净利润	7	7	8	9	11
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.34	1.07	1.05	1.05	1.05
NPLs	6	5	6	7	8
拨备覆盖率(%)	317	470	548	609	661
拨贷比(%)	4.24	5.02	5.75	6.39	6.94
一般准备/风险加权资(%)	2.70	3.29	3.81	4.31	4.76
不良贷款生成率(%)	0.97	0.63	0.70	0.70	0.70
不良贷款核销率(%)	(0.85)	(0.71)	(0.54)	(0.53)	(0.53)

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
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	18.41	16.70	18.00	18.00	18.00
生息资产增长率	11.51	13.64	16.83	15.88	15.94
总资产增长率	11.18	14.18	16.83	15.88	15.94
存款增长率	16.37	13.50	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	12.63	12.41	13.30	13.35	13.40
净利息收入增长率	12.80	22.10	15.34	16.32	15.91
手续费及佣金净收入增长率	26.32	101.71	30.00	25.00	25.00
营业收入增长率	25.52	15.90	15.56	16.07	16.04
拨备前利润增长率	27.77	19.40	15.57	16.08	16.06
税前利润增长率	26.32	9.97	16.25	13.74	13.59
净利润增长率	21.99	8.09	16.25	13.74	13.59
非息收入占比	6.98	12.15	13.67	14.72	15.86
成本收入比	28.72	26.35	26.35	26.35	26.35
信贷成本	2.03	2.21	2.17	2.17	2.17
所得税率	9.76	11.30	11.30	11.30	11.30
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	1.85	1.98	1.98	1.98	1.98
拨备前 ROAA	1.55	1.64	1.64	1.64	1.64
拨备前 ROAE	25.19	25.11	24.91	27.05	29.24
ROAA	0.68	0.65	0.65	0.64	0.63
ROAE	13.24	12.26	12.46	13.05	13.58
<b>流动性(%)</b>					
分红率	31.44	29.08	29.08	29.08	29.08
贷存比	66.94	68.83	70.62	72.46	74.35
贷款/总资产	40.53	41.42	41.84	42.60	43.36
债券投资/总资产	42.09	45.48	46.33	45.97	45.60
银行同业/总资产	9.73	5.73	5.74	5.69	5.65
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	8.08	8.53	7.99	7.56	7.18
资本充足率	13.54	14.41	13.02	11.90	10.92
加权风险资产-一般法	649	738	863	1,000	1,159
% 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 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 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