

杭州银行 (600926)

证券研究报告
2021年08月09日

打造零售小微增长极，受益于建设先行示范区

背靠杭州市财政局，股权结构分散且稳定

杭州银行的股权结构呈现出“小集中、大分散”的特点。2021Q1末，前十大股东中，杭州市财政局直接和间接持股18.74%，为实际控制人，使公司具备了坚实的政府支持。而外资、民资、险资的参与丰富了公司股权结构，为公司提供了国际经验、加强了与企业的联系，并提高了资金来源稳定性。

新五年战略打造零售小微增长极

2021-2025年公司实施“二二五五”战略。值得关注的是，公司将以“做大零售”和“做优小微”作为增长极，零售金融重点发力财富管理和消费信贷业务，小微金融坚持个人客户、抵押贷款为主，逐步向企业客户、信用贷款延伸。目前相关业务已渐入佳境。2020年财富管理业务助推中收快速增长；消费信贷虽受疫情影响增速有限，但未来发展空间广阔；小微金融延续风控良好趋势，实现基础客户数量和贷款余额稳步提升。

资产质量优势突出，业绩高成长特征鲜明

公司存量风险基本出清。2020年对公和零售贷款不良率分别同比下降36bp和9bp，带动整体不良率下降27bp至1.07%。2021Q1末，不良率1.05%、关注率0.49%，均达到近年来最佳水平。拨备覆盖率环比提升29.09pct至498.63%，位列上市银行第二名，反哺利润空间较大。2018年至今，公司业绩同比增速位居上市银行前列，高成长特征十分鲜明。

布局发达经济圈，打开未来发展空间

截至2020年末，杭州银行基本实现了浙江省内机构全覆盖，并实现了在长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈的战略布局。公司主战场浙江省的经济基础扎实且民营经济十分活跃，业务发展空间十分广阔。随着长三角一体化战略和浙江高质量发展建设共同富裕示范区推进，金融需求有望提升。2021Q1末公司核心一级资本充足率8.35%，处于上市城商行最低水平。为缓解资本压力，公司一方面通过业绩释放以内源性方式补充资本；另一方面综合运用定增、可转债等资本补充工具。公司享有较为突出的区位优势，不缺优质资产，未来有望乘“资本补充之东风”，打开业绩增长空间。

投资建议：关注新五年战略规划和资本补充进展，维持“买入”评级

公司资产质量十分优秀，虽然资本相对偏紧，但已积极着手内源性和外源性资本补充。未来五年，公司将聚焦“二二五五”战略，推动客户导向和效能驱动转型，具体打法上以零售和小微业务为抓手，持续构建差异化竞争优势。由于公司零售和小微业务发展已渐入佳境，区位优势显著，我们认为公司未来有望乘经济复苏之势，实现高质量快速发展。我们预测2021-2023年业绩增速由14.49%/17.34%/18.53%调整为20.18%/17.33%/15.38%，对应2021年BVPS为11.87元，对应静态PB为0.99倍。维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	11.78元
目标价格	15.62元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,930.20
流通A股股本(百万股)	5,041.36
A股总市值(百万元)	69,857.76
流通A股市值(百万元)	59,387.22
每股净资产(元)	11.13
资产负债率(%)	93.24
一年内最高/最低(元)	18.45/9.92

作者

郭其伟 分析师
SAC执业证书编号：S1110521030001

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《杭州银行-季报点评:利润加速释放，拨备覆盖率再创新高》 2021-05-05
- 《杭州银行-公司点评:又一个利润增速超5%的上市银行》 2021-03-01
- 《杭州银行-季报点评:息差持续上升，资产质量大幅改善》 2020-11-09

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	214	248	290	335	386
增长率(%)	25.5	15.9	16.7	15.8	15.1
归属母公司股东净利润(亿元)	66	71	86	101	116
增长率(%)	22.0	8.1	20.2	17.3	15.4
每股收益(元)	1.29	1.20	1.45	1.70	1.96
市盈率(P/E)	9.15	9.79	8.15	6.94	6.02
市净率(P/B)	1.33	1.09	0.99	0.90	0.81

资料来源：wind，天风证券研究所

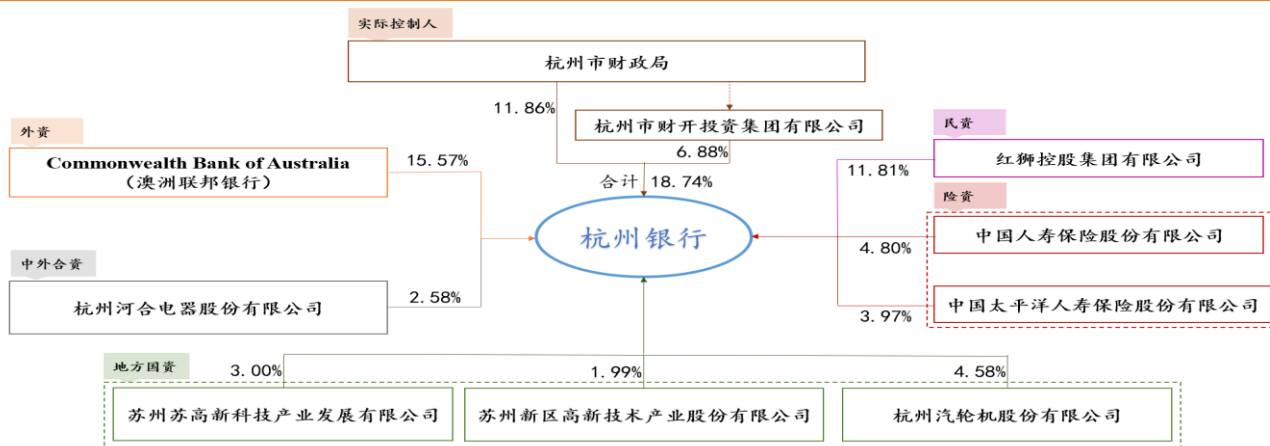
1. 打造零售小微增长极，受益于建设先行示范区

1.1. 背靠杭州市财政局，股权结构分散且稳定

背靠杭州市财政局，股权结构稳定。2021Q1 末，杭州银行的股权结构呈现出“小集中、大分散”的特点。前三大股东由外资（澳洲联邦银行 15.57%）、国资（杭州市财政局 11.86%）、民资（红狮控股集团 11.81%）三足鼎立并保持相对稳定。前十大股东合计持股 67%左右。其中，杭州市财政局及其一致行动人杭州市财开投资集团合计持股 18.74%，实际控制杭州银行。

多元化资金相互融合，为公司提供多种助力。杭州银行的股权结构丰富多样。其中，杭州市财政局控股，使公司具备了雄厚的资金实力、坚实的政府支持和优良的本地业务资源；外资大股东提供了丰富的国际经验，与公司合作共赢；民资参与有利于公司深耕本地，打通与当地企业的合作通道；险资持股提高了公司资金来源的稳定性。

图 1：2021Q1 末前十大股东明细

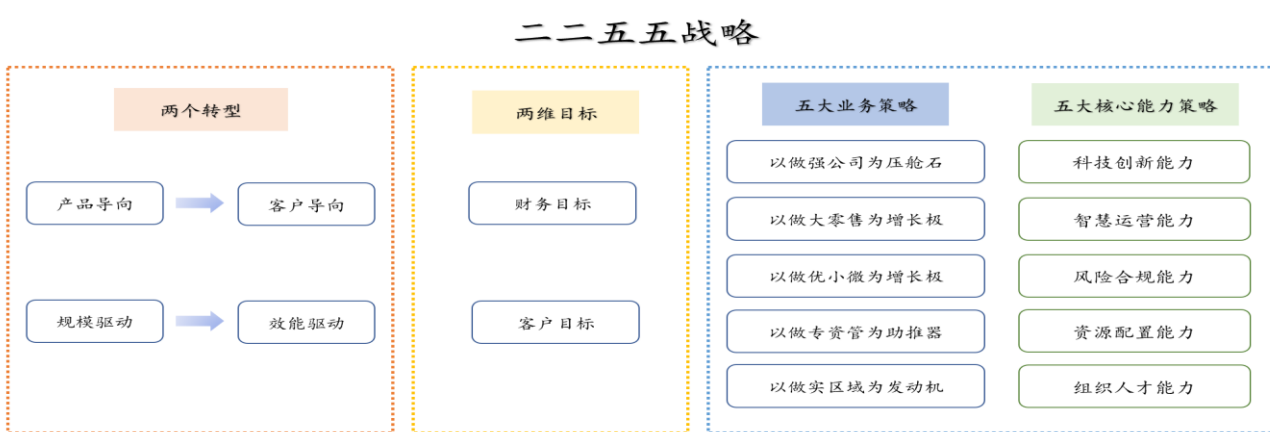


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 新五年战略打造零售小微增长极

制定新五年战略规划，未来将以零售和小微为增长极。公司基于对外部环境的研判和对自身现状的分析，制定了 2021-2025 年新一轮战略规划：基于两个转型实现两维目标，坚持五大业务聚焦，提升五大核心能力，持续构建差异化竞争优势，简称“二二五五”战略。值得关注的是，公司将坚持“客户导向、数字赋能，持续构建差异化竞争优势”的战略定位，在业务策略方面，以“做大零售”和“做优小微”作为增长极，零售金融重点发力财富管理和消费信贷业务，小微金融坚持个人客户、抵押贷款为主，逐步向企业客户、信用贷款延伸。

图 2：2021-2025 新一轮五年战略规划：“二二五五”战略



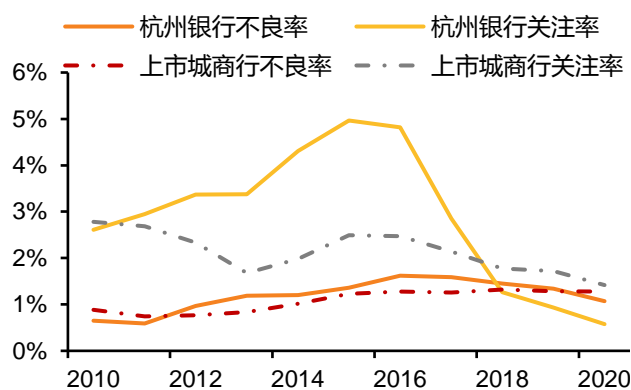
资料来源：WIND，天风证券研究所

零售和小微业务增长点渐入佳境。财富管理业务方面，公司以客群分层为抓手，积极引入市场化、净值化代销产品，不断丰富财富管理产品体系，上线综合财富系统“WE 理财”平台，助推中收快速增长，2020 年手续费及佣金净收入同比增长 101.71%。**消费信贷业务方面**，公司持续优化拳头产品“公鸡贷”，并同步上线“五步为营”系统加强营销过程管理，2020 年受疫情影响，消费贷款增速有限，但随着我国经济由投资拉动逐步向消费驱动转变，未来消费贷发展空间广阔。**小微金融方面**，公司坚持“抵押、信用、数据”三个方向发展小微信贷业务，并积极拓展结算类业务，在延续风控良好趋势的情况下拓展业务，2020 年末，小微金融条线基础客户数同比增长 22.77%，贷款余额同比增长 25.92%。

1.3. 风险出清，拨备厚实

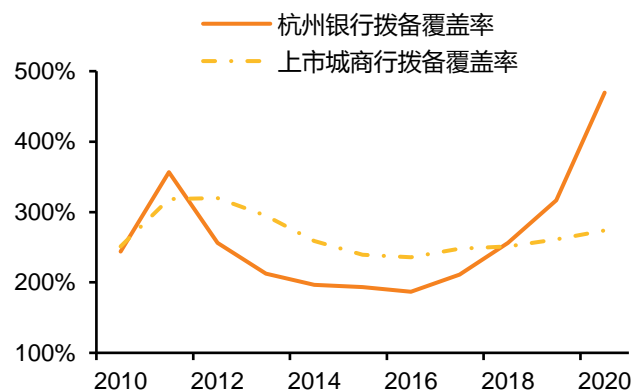
资产质量优势显著，拨备覆盖率再创新高。公司 2021Q1 末不良率为 1.05%，环比下降 2bp，处于七年多以来最低水平和上市银行低位；拨备覆盖率环比提升 29.09pct 至 498.63%，再创历史新高，位列上市银行第二名，抵御风险和利润反哺的能力十分强劲；关注类贷款占比环比下降 9bp 至 0.49%，创下历史新低，隐性不良贷款生成压力减轻。**分类型来看**，截至 2020 年末，公司贷款不良率 1.47%，零售贷款不良率 0.45%，分别较上年末下降 36bp 和 9bp，带动整体不良率下降 27bp 至 1.07%。小微金融条线不良率 0.90%，较上年末下降 44bp，已连续四年下行，资产质量达到良好水平。

图 3：不良率和关注率



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：拨备覆盖率

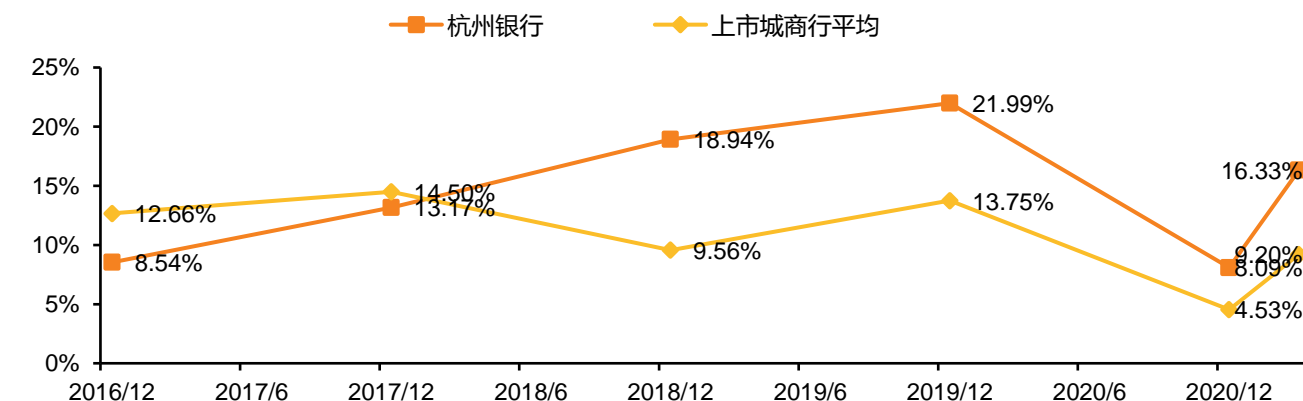


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 高成长特征鲜明

业绩增速跻身行业前列，业绩释放后劲充足。2016 年至 2019 年，杭州银行业绩增速一路高歌猛进，从 8.54%大幅提升至 21.99%，业绩增速在上市银行中的排名也从 2016 年上市之初的十几名大幅提升至上市银行前三名。2020 年受疫情影响，银行业整体业绩增速下滑，但杭州银行业绩增速依然位居行业前列。2018 年至今，公司业绩的高成长特征都十分鲜明。展望未来，厚实的拨备提供了利润反哺空间，公司业绩释放后劲充足。

图 5：归母净利润同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.5. 布局发达经济圈，打开未来发展空间

立足杭州，布局发达经济圈。截至 2020 年末，杭州银行共设有 224 家分支机构。其中，杭州地区 102 家（含总行营业部），浙江省内的宁波、绍兴、温州等 10 个其他地区共设有 57 家，浙江省内资产规模占比合计达到 76.85%；其余 65 家分支机构则分布于北京、上海、深圳、南京和合肥。公司基本实现了浙江省内机构全覆盖，并实现了机构网点在长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈的战略布局，未来有望受益于长江经济带发展战略、长三角区域一体化、京津冀一体化、粤港澳大湾区建设、上海自贸区建设等国家战略。

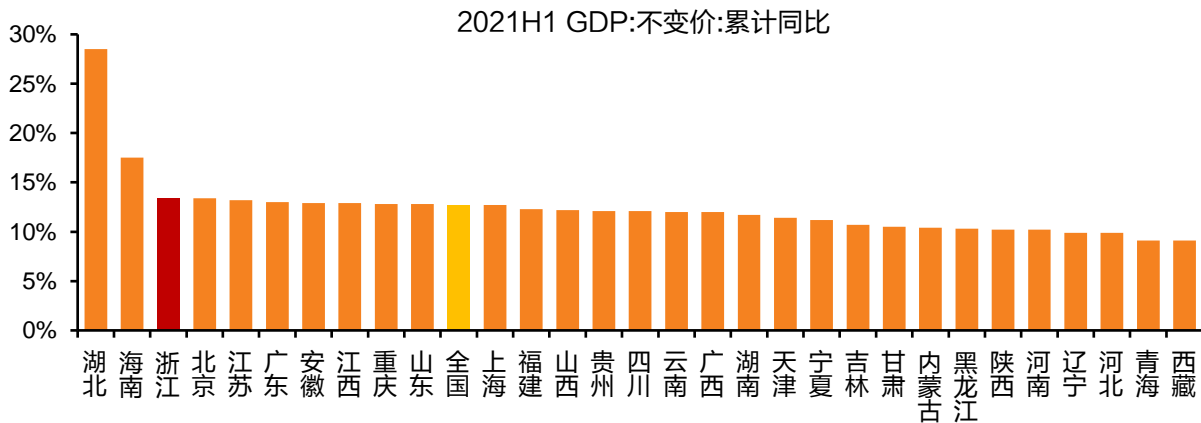
表 1：2020 年末末杭州银行分支机构及地区分布情况

	机构数量（个）	员工数量（人）	资产规模（亿元）	资产占比
杭州	102	4568	8713.27	67.54%
浙江省（非杭州）	57	2003	1200.56	9.31%
上海市	17	567	1058.65	8.21%
北京市	16	626	866.96	6.72%
广东省	11	430	338.89	2.63%
江苏省	12	448	439.64	3.41%
安徽省	9	403	282.76	2.19%
合计	224	9045	12900.73	100.00%

资料来源：WIND，天风证券研究所

经济率先复苏，金融需求旺盛。公司网点主要分布于以浙江省为主的发达经济圈，得益于经济基础扎实、区域内新冠疫情防控得当、复工复产全面向好，2021 年上半年浙江经济交出“高分答卷”，GDP 同比增长 13.40%，在各省级区域中排名第三。活跃的区域经济带来旺盛的金融需求，截至 2021 年 6 月，浙江省本外币各项贷款余额约为 15.76 万亿元，位居全国各省份前列。

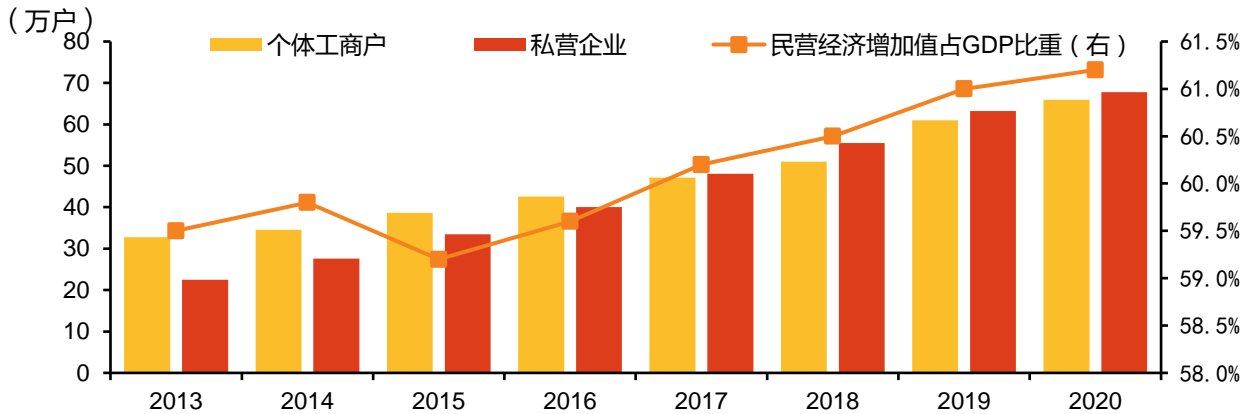
图 6：2021H1 GDP：不变价：累计同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

民营经济发达，小微土壤肥沃。浙江省内民营经济十分活跃。以杭州为例，2020 年末民营企业 67.8 万户，个体工商户 65.9 万户，合计占市场主体的 95.3%，分别比 2000 年增长 20.5 倍和 2.9 倍，年均增长 16.6%和 7.0%；民营经济增加值占 GDP 的比重自 2015 年以来逐年攀升，已达到 61.20%。杭州银行 2020 年末小微金融条线基础客户数 19.95 万户，同比增长 22.77%，仅占杭州市个体工商户 30.27%，未来市场空间广阔。

图 7：杭州市民营经济增加值占 GDP 的比重持续提升



资料来源：WIND，杭州市统计局，天风证券研究所

长三角一体化发展示范区迎来利好。8月5日，沪苏浙一市两省市场监管局和长三角生态绿色一体化发展示范区执行委员会联合发布《关于支持共建长三角生态绿色一体化发展示范区的若干意见》，这片包含上海青浦区、江苏吴江区、浙江嘉善县的长三角一体化“试验田”迎来利好。《意见》提出17条举措，从加快制度集成创新、加强事中事后监管、夯实质量基础设施、提升企业服务能级四个方面支持示范区建设。包括但不限于推动统一信用制度建设、开展知识产权金融服务等措施，有望推动绿色金融相关领域的快速发展。

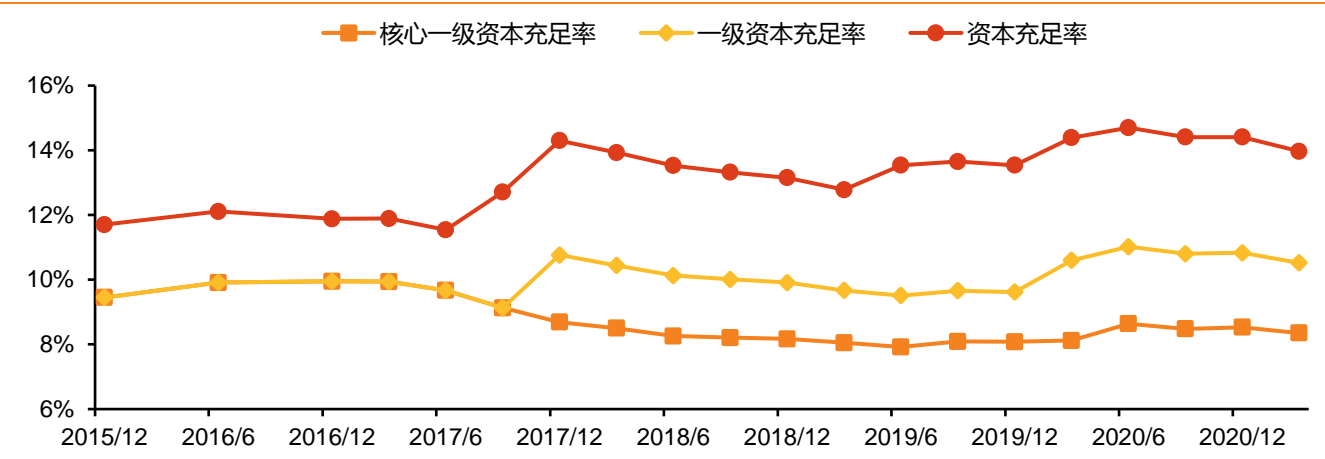
浙江建设共同富裕示范区，要求在富裕基础上实现共享。今年6月，《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》正式出炉。《意见》提出明确目标：“到2025年，浙江省推动高质量发展建设共同富裕示范区取得明显实质性进展，人均地区生产总值达到中等发达经济体水平……。到2035年，浙江省高质量发展取得更大成就，基本实现共同富裕，人均地区生产总值和城乡居民收入争取达到发达经济体水平……。”

7月底，浙江的具体实施方案正式发布，提出科技创新、大力建设全球数字变革高地、建设现代化产业体系、打造全球高端要素引力场、扩大居民消费和有效投资、加快建设“一带一路”重要枢纽、培育更加活跃更有创造力的市场主体、打造创业创新创造升级版等一系列措施。共同富裕是在“做大蛋糕”的基础上“分好蛋糕”。当地居民生活水平改善的同时，金融需求也有望提升。尤其是符合先行示范区发展方向的科技创新等领域，有望迎来重要发展机遇。

1.6. 内源性于外源性共同发力，努力补足资本短板

努力补足资本短板，享受区域发展红利。公司核心一级资本较为紧张。截至2021Q1末，核心一级资本充足率环比下降18bp至8.35%，处于上市城商行最低水平。为缓解资本压力，公司一方面促进业绩释放，通过内源性方式补充资本，2014年至2019年业绩同比增速逐年提升至20%以上；另一方面综合运用各种外源性资本补充工具，比如2020年4月向红狮集团、杭州市财政局、苏高科和苏州高新非公开发行8亿股，并未雨绸缪，于今年4月完成150亿元可转债发行工作，为将来资本补充预留了空间。公司享有较为突出的区位优势，不缺优质资产，未来有望乘“资本补充之东风”，继续保持甚至提高规模增速，进一步打开业绩增长空间。

图 8：杭州银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.7. 关注新五年战略规划和资本补充进展，维持“买入”评级

公司资产质量十分优秀，相关核心指标全面改善，已率先实现风险出清。虽然资本相对偏紧，但公司已积极着手内源性和外源性资本补充。未来五年，公司将聚焦“二二五五”战略，推动客户导向和效能驱动转型，具体打法上以零售和小微业务为抓手，持续构建差异化竞争优势。由于公司零售和小微业务发展已渐入佳境，区位优势显著，我们认为公司未来有望乘经济复苏之势，实现高质量快速发展。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观，预测 2021-2023 年业绩增速由 14.49%/17.34%/18.53%调整为 20.18%/17.33%/15.38%，对应 2021 年 BVPS 为 11.87 元，对应静态 PB 为 0.99 倍。维持“买入”评级。

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长					
净利息收入	156	193	221	251	284	净利润增速	22.0%	8.1%	20.2%	17.3%	15.4%
手续费及佣金	17	30	51	67	83	拨备前利润增速	27.8%	19.4%	16.7%	15.8%	15.1%
其他收入	41	25	18	18	18	税前利润增速	26.3%	10.0%	20.2%	17.3%	15.4%
营业收入	214	248	290	335	386	营业收入增速	25.5%	15.9%	16.7%	15.8%	15.1%
营业税及附加	2	2	3	3	3	净利息收入增速	11.6%	23.4%	14.5%	13.6%	13.5%
业务管理费	62	65	77	89	103	手续费及佣金增速	40.8%	81.0%	70.0%	30.0%	25.0%
拨备前利润	151	180	210	243	280	营业费用增速	21.0%	7.0%	16.7%	15.8%	15.1%
计提拨备	78	100	113	130	149	规模增长					
税前利润	73	80	97	113	131	生息资产增速	11.8%	13.0%	14.5%	14.0%	13.0%
所得税	7	9	11	13	15	贷款增速	17.8%	15.7%	16.6%	15.4%	13.0%
净利润	66	71	86	101	116	同业资产增速	34.0%	-32.8%	5.3%	14.0%	13.0%
资产负债表						证券投资增速	5.0%	22.0%	13.8%	12.7%	13.0%
贷款总额	4141	4836	5641	6510	7356	其他资产增速	-24.3%	104.5%	19.7%	19.7%	19.7%
同业资产	997	670	705	804	908	计息负债增速	12.6%	12.4%	15.1%	14.5%	13.4%
证券投资	4290	5233	5955	6714	7586	存款增速	16.4%	13.5%	15.9%	15.4%	13.4%
生息资产	10112	11430	13087	14919	16859	同业负债增速	28.2%	15.3%	15.1%	14.5%	13.4%
非生息资产	128	263	315	377	451	股东权益增速	9.4%	29.3%	8.0%	8.6%	9.1%
总资产	10241	11693	13402	15296	17310	存款结构					
客户存款	6200	7037	8157	9410	10672	活期	50.4%	56.21%	56.21%	56.21%	56.21%
其他计息负债	3279	3619	4109	4635	5256	定期	45.8%	40.89%	40.89%	40.89%	40.89%
非计息负债	136	228	263	302	347	其他	3.8%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%
总负债	9615	10884	12528	14347	16275	贷款结构					
股东权益	625	809	874	949	1034	企业贷款(不含贴现)	60.8%	60.06%	60.06%	60.06%	60.06%
每股指标						个人贷款	39.2%	39.94%	39.94%	39.94%	39.94%
每股净利润(元)	1.29	1.20	1.45	1.70	1.96	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.54	3.04	3.54	4.10	4.72	不良贷款率	1.34%	1.07%	1.04%	1.03%	1.02%
每股净资产(元)	8.86	10.77	11.87	13.13	14.58	正常	97.73%	98.35%			
每股总资产(元)	172.69	197.17	225.99	257.93	291.89	关注	0.94%	0.58%			
P/E	9.2	9.79	8.15	6.94	6.02	次级	0.70%	0.46%			
P/PPOP	4.6	3.88	3.32	2.87	2.49	可疑	0.34%	0.15%			
P/B	1.3	1.09	0.99	0.90	0.81	损失	0.30%	0.46%			
P/A	0.1	0.06	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	316.71%	469.54%	526.50%	558.03%	594.52%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.85%	1.98%	1.99%	1.98%	1.98%	资本充足率	13.54%	14.41%	13.90%	13.40%	13.04%
净利差(Spread)	1.93%	1.96%	1.97%	1.99%	1.99%	核心资本充足率	8.08%	8.53%	8.32%	8.06%	7.91%
贷款利率	5.54%	5.37%	5.38%	5.39%	5.39%	资产负债率	93.89%	93.08%	93.48%	93.80%	94.02%
存款利率	2.33%	2.33%	2.34%	3.34%	3.34%	其他数据					
生息资产收益率	4.56%	4.39%	4.42%	4.43%	4.42%	总股本(亿)	51.30	59.30	59.30	59.30	59.30
计息负债成本率	2.63%	2.43%	2.45%	2.44%	2.43%						
盈利能力											
ROAA	0.07%	0.08%	0.09%	0.09%	0.09%						
ROAE	11.03%	9.95%	10.20%	11.05%	11.71%						
拨备前利润率	1.55%	1.64%	1.67%	1.70%	1.72%						

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