

杭州银行（600926）：区位优势明显，结构优化、效能提升

2022年3月9日

强烈推荐/维持

杭州银行 公司报告

中等规模城商行，公司治理较优。杭州银行成立于1996年，由原杭州市33家城市信用社股东、信用联社股东、杭州市财政局等股东共同发起设立。截至2021年9月末，总资产规模1.33万亿，位于17家上市城商行第6位。杭州银行具备国资、民资、外资、机构及社会公众资本的多元股东结构，相互制衡、共同支持公司发展，奠定了稳健的公司治理基础。杭州市财政局及其一致行动人合计持有公司23.55%股份。地方国资背景为公司带来较多项目资源及资金支持，银政合作实现较快发展。近期杭州城投、杭州交投入股，杭州国资占比提升，预计银政合作将更加紧密，有望提升公司区位优势。

区域经济优势明显，未来成长潜力较大。杭州银行深度覆盖浙江地区，市场份额较高。浙江地区经济持续向好、信贷需求旺盛，为公司经营提供有利土壤。同时，浙江共同富裕示范区等国家战略的规划与实施，有望带动更多重点项目投资和融资需求。随着杭州城投、杭州交投两家国企受让澳洲联邦银行股份，预计当地国企股东支持力度加大，有望进一步提升公司区位优势。

公司新一轮战略推动业务结构优化、效能提升。杭州银行新五年战略规划（2021-2025年）聚焦“做强公司、做大零售、做优小微”。**1) 公司业务：**杭州银行注重国家发展战略和自身资源优势的匹配，坚持对重点行业和实体经济的信贷投放。目前，公司低风险的基建类贷款投放占比较高，作为压舱石、平衡风险收益；同时，针对杭州地区丰富的科技、文创类企业资源，不断创新服务模式，以投资联动、创投合作等方式服务客户，科技文创金融差异化竞争优势持续巩固。**2) 零售业务：**杭州银行消费贷聚焦优质客群，实现较低风险和合理收益，具备稳健可持续性。同时，公司加快财富管理业务布局，由此带来的中收增长具备潜力。**3) 小微业务：**逐步向信用类贷款延伸，小微条线综合定价有望提升。

资产质量优异、拨备充足，具备持续释放业绩空间。伴随区域整体信用环境的好转、客户结构和风险偏好的调整、以及整体风险管控能力的提升，近年来杭州银行资产质量持续改善。从前瞻性指标来看，未来潜在不良生成压力较小，资产质量有望保持同业较优水平。同时，杭州银行近年来保持积极拨备计提。当前贷款拨备十分充足、存量风险持续出清，具备持续释放业绩的空间。

投资建议：我们认为杭州银行经营区域信贷需求旺盛，规模有望保持较快增长；结构具备优化空间，净息差有望保持平稳；伴随财富管理业务发展，中收具备增长潜力；资产质量优异、拨备计提充分，预计信用成本有望下降。预测杭州银行2021-2023年归母净利润分别同比增长28.7%、22.9%、22.6%，BVPS分别为11.77、13.56、15.77元/股。近两年杭州银行PB(LF)中枢约为1.19，当前上市城商行平均PB(LF)为0.8。考虑到杭州银行具备长期成长性和稳定性，我们认为给予1.5倍2022年PB目标估值较为合理，对应目标价为17.65元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	214	248	313	364	425
增长率(%)	25.5	15.9	26.1	16.2	17.0
归母净利润(亿元)	66	71	92	113	138
增长率(%)	22.0	8.1	28.7	22.9	22.6
净资产收益率(%)	13.24	12.26	13.74	15.03	15.91
每股收益(元)	1.29	1.20	1.55	1.90	2.33
PE	10.84	11.59	9.01	7.33	5.98
PB	1.36	1.29	1.19	1.03	0.88

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

杭州银行成立于1996年9月，总部位于杭州。目前，全行拥有200余家分支机构，网点覆盖长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈。此外，成立了杭银理财有限责任公司，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股份有限公司。2016年10月27日，首次公开发行A股在上海证券交易所成功上市，股票代码600926。

资料来源：公司官网、WIND

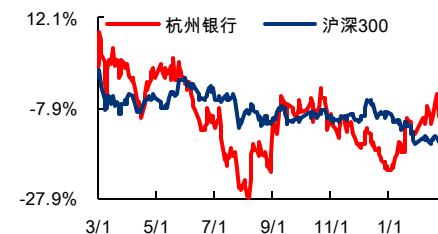
未来3-6个月重大事项提示：

2022-04-15 预计披露2021年年报

交易数据

52周股价区间(元)	18.2-11.78
总市值(亿元)	848.62
流通市值(亿元)	724.15
总股本/流通A股(万股)	593,026/593,026
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	1.16

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

目 录

1. 公司概况：中等规模城商行，公司治理较优	4
2. 区域经济优势明显，未来成长潜力较大	5
3. 公司战略推动结构优化、效能提升	6
3.1 公司业务：基建作为压舱石，科技文创特色业务形成差异化优势	6
3.2 零售业务：消费贷稳健增长，财富管理加速布局	8
3.3 小微业务：逐步向信用类贷款延伸，小微条线综合定价有望提升	11
4. 资产质量优异、拨备充足，具备持续释放业绩空间	11
4.1 资产质量：主动调整风险偏好，资产质量持续改善	11
4.2 拨备：信贷、非信贷拨备充足，业绩弹性空间较大	14
5. 盈利预测	15
6. 风险提示	17
相关报告汇总	18

插图目录

图 1：截至 21 年 9 月末杭州银行总资产 1.33 万亿，居于上市城商行第六位	4
图 2：截至 21 年 6 月末，杭州银行贷款投放区域分布情况	5
图 3：2021 年上半年杭州银行营收贡献主要来自浙江省	5
图 4：浙江省 GDP 增速多数情况下高于全国 GDP 增速	5
图 5：浙江省城镇居民人均可支配收入高于全国平均	5
图 6：近年来杭州银行适度提高了贷款端零售贷款占比	6
图 7：杭州银行贷款收益率、生息资产收益率趋于平稳	6
图 8：杭州银行对公贷款近年逐渐向基建行业倾斜，占比提升	7
图 9：近年来杭州银行表内科技文创贷款规模稳步提升	8
图 10：杭州银行零售贷款投向以按揭贷款、个人经营贷为主	9
图 11：杭州银行个人消费贷、按揭贷款不良率极低	9
图 12：杭州银行手续费及佣金净收入保持较好增长	10
图 13：杭州银行手续费收入结构，财富管理类占比提升	10
图 14：杭州银行财富管理业务中收占比略低于长三角地区上市城商行平均，存在进一步提升空间	10
图 15：近年来杭州银行表内科技文创贷款规模稳步提升	11
图 16：客户结构调整：小微贷款占比下降，零售贷款、基建行业贷款占比提升	12
图 17：2017 年以来杭州银行不良贷款率持续下行，资产质量优于上市城商行平均水平	12
图 18：2016 年以来关注贷款占比持续下降	13
图 19：2016 年以来逾期贷款占比持续下降	13
图 20：逾期贷款偏离度(90 天以上逾期/不良)低于可比同业	13
图 21：杭州银行不良净生成率逐渐下降	13
图 22：杭州银行不良贷款余额及不良贷款率	14
图 23：2016-1H21 公司拨备覆盖率由 186.7% 升至 529.4%	15

图 24: 21 年 6 月末拨贷比升至 5.2%, 大幅高于可比同业	15
图 25: 2020 年以来杭州银行加大金融投资减值损失计提力度	15
图 26: 债权投资减值准备/债权投资账面余额(%)持续提升	15

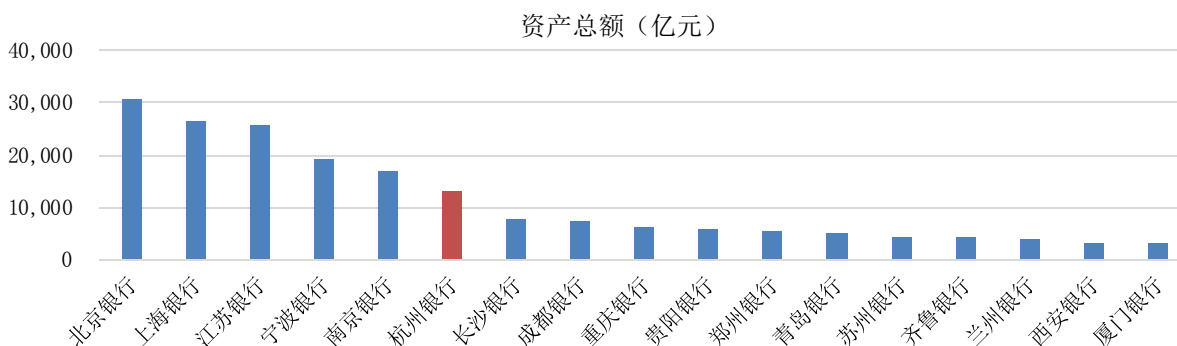
表格目录

表 1: 杭州银行持股比例 5%以上股东持股情况	4
表 2: 杭州银行各项细分贷款不良率情况	7
表 3: 杭州银行非保本理财余额及零售 AUM 余额, 零售 AUM 低于可比同业、增速较快	10
表 4: 杭州银行各项细分贷款不良率情况	14
表 5: 上市城商行估值 (截至 2022 年 3 月 8 日)	16

1. 公司概况：中等规模城商行，公司治理较优

杭州银行成立于1996年，由原杭州市33家城市信用社股东、信用联社股东、杭州市财政局等股东共同发起设立，2016年于上交所上市。成立以来，公司坚持服务区域经济、中小企业和城乡居民的市场定位，网点主要覆盖长三角、珠三角、环渤海湾等发达经济圈，持续受益于区域经济高速发展。截至2021年9月末，公司总资产规模为1.33万亿，位于17家上市城商行第6位。

图1：截至21年9月末杭州银行总资产1.33万亿，居于上市城商行第六位



资料来源：WIND，东兴证券研究所

杭州银行股东结构多元，项目资源丰富、管理技术领先。公司构建了国资、民资、外资、机构及社会公众资本的多元股东结构，多元结构相互制衡、共同支持公司发展，奠定了稳健的公司治理基础。实际控制人为杭州市财政局。杭州市财政局通过辖区财政局和国资企业等一致行动人合计持有杭州银行23.55%股份。地方国资背景为杭州银行带来较多项目资源及资金支持，银政合作实现较快发展。外资股东为澳洲联邦银行。近期澳洲联邦银行减持10%股份，减持后占比5.56%。杭州银行于2005年引进澳洲联邦银行作为战略投资者，在技能转移、人才引进、业务合作及投资等方面展开合作，促进了杭州银行公司治理的完善、业务流程的优化、中小企业及零售客户服务能力的提升。此外，民间资本持股（红狮集团等）有助于公司深入了解区域民营企业、细分行业，为公司做精杭州与浙江奠定基础。

两家市属国资入股，银政合作有望加强。近期澳洲联邦银行以协议转让方式，分别向杭州城投、杭州交投两家国企转让2.968亿股份，占公司总股本的10%。此次股权转让后，整体股权结构中杭州国资占比提升。预计银政合作将更加紧密，有望提升公司区位优势，利好资产扩张和低息负债吸收。

表1：杭州银行持股比例5%以上股东持股情况

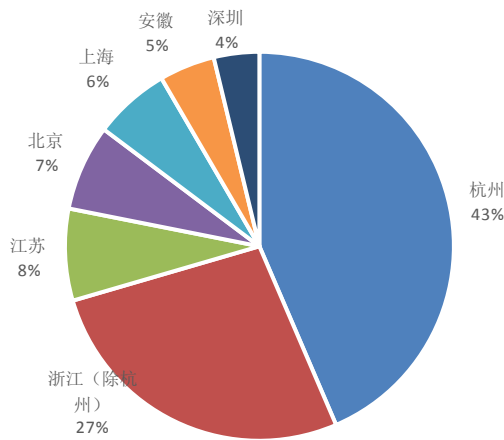
排名	股东名称	占总股本比例(%)	股东性质
1	杭州市财政局	11.86%	政府
2	红狮控股集团有限公司	11.81%	境内非国有法人
3	杭州市财开投资集团有限公司	6.88%	国有法人
4	澳洲联邦银行	5.56%	境外法人
5	杭州交投	5.00%	境内非国有法人
6	杭州城投	5.00%	境内非国有法人

资料来源：公司财报、公司公告，东兴证券研究所

2. 区域经济优势明显, 未来成长潜力较大

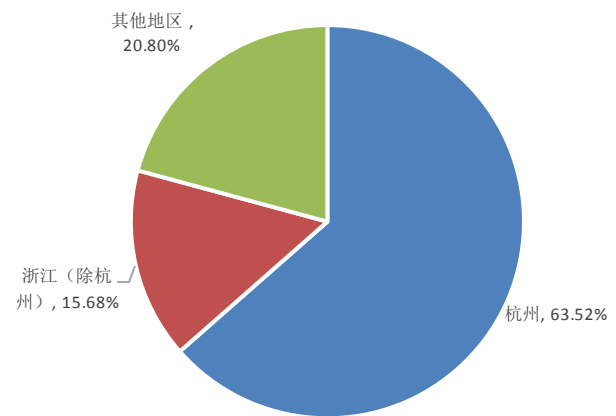
杭州银行区域布局: 深耕浙江地区, 同时覆盖北京、上海、深圳等重点城市。杭州银行持续推进“做深杭州城区、做强六大分行、做精省内分行、做专县域支行”的区域聚焦策略。截至2021年6月末, 公司共有分支机构228家, 其中杭州地区分支行103家, 浙江省内其他地区分支行59家, 北京、上海、深圳、南京、合肥分支行65家, 并于上海设立1家资金营运中心。公司营收贡献主要来自浙江省内, 1H21浙江地区营收占比达79.2%, 其中杭州地区占比63.5%。

图2: 截至21年6月末, 杭州银行贷款投放区域分布情况



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图3: 2021年上半年杭州银行营收贡献主要来自浙江省



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

区域经济持续向好、信贷需求旺盛, 为公司经营提供有利土壤。区域经济环境和信贷需求决定了城商行规模增长、盈利能力、资产质量。浙江地区经济持续向好, 民营经济较为活跃, 居民收入稳步增长, 为杭州银行经营带来肥沃土壤。受益于区域优势, 公司各项业务保持较快增长, 未来发展空间广阔。2021年, 浙江省地区生产总值为7.34万亿元, 同比增长8.5%, 高于全国GDP增速0.4pct。省内民营经济优势突出, 2021年规模以上工业中民营企业增加值比上年增长13.3%, 占规模以上工业的69.5%, 比上年提高1.3pct。居民收入水平较高, 2020年浙江省城镇居民人均可支配收入6.27万元, 2001年以来一直保持全国第三; 农村居民人均可支配收入3.19万元, 位列全国第二。

图4: 浙江省GDP增速多数情况下高于全国GDP增速

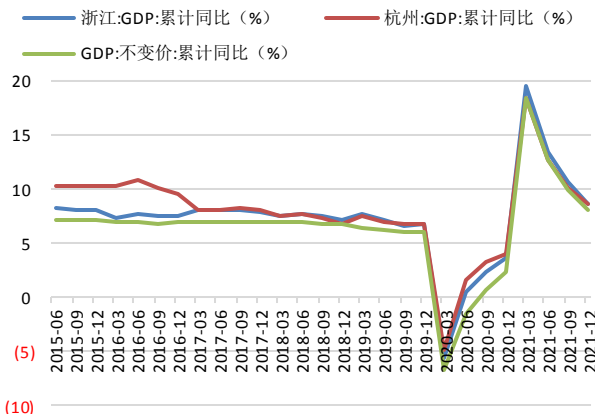
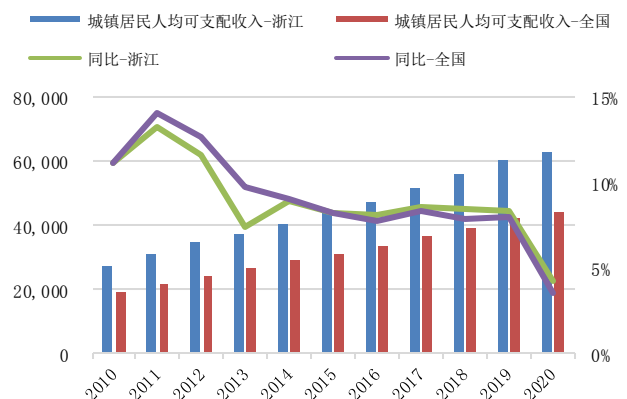


图5: 浙江省城镇居民人均可支配收入高于全国平均



资料来源：WIND，东兴证券研究所

资料来源：WIND，东兴证券研究所

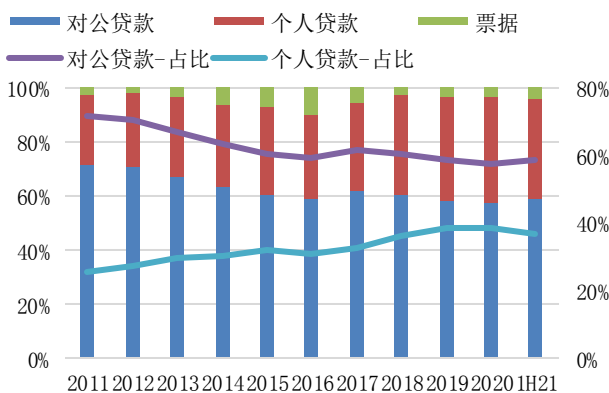
国家重点战略有望带动更多项目投资，支撑公司高质量增长。浙江共同富裕示范区等国家战略的规划与实施，有望带动更多重点项目投资，进一步打开公司发展空间。2021年6月，《中共中央 国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》正式发布，随后浙江省委通过《浙江高质量发展建设共同富裕示范区实施方案（2021—2025年）》。《方案》将高质量发展置于首位，重视科技创新对经济增长的引领作用，提出要发挥浙江在数字经济、互联网+等方面的优势，加速实施新一轮高新技术企业和科技型中小企业“双倍增”行动计划，有望带动相关领域企业多元融资需求。此外，方案对文化生活和生态环境等方面提出了具体要求。浙江将大幅增加文体基础设施投资，预计将带动文化和体育产业的快速发展。

3. 公司战略推动结构优化、效能提升

战略聚焦“做强公司、做大零售、做优小微”。杭州银行资产结构有望持续优化，实现风险收益平衡；财富管理加速增长有望贡献新增长点。根据公司新五年战略规划（2021-2025年），公司业务为压舱石，零售和小微业务为两个重要增长极。其中，**公司业务**的战略重心在于加大对重点行业和实体经济的信贷投放，同时为客户打造差异化、特色化解决方案，深化在科技文创金融方面的差异化竞争优势。**零售业务**战略重心在于巩固按揭贷款和消费贷，同时重点发力财富管理。**小微业务**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，有望获得更高溢价。

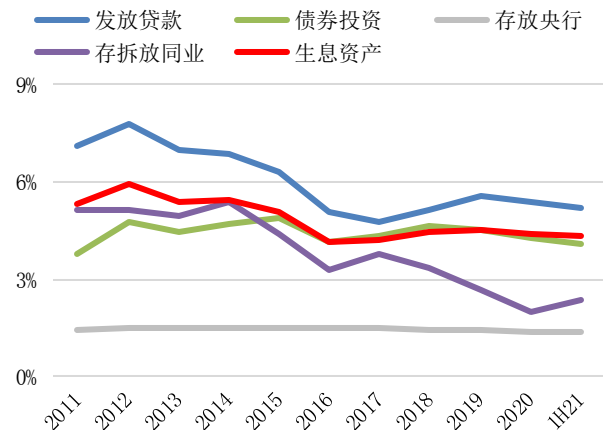
综合来看，杭州银行总体风险偏好较低。在较严的风控标准下，新五年战略规划不断推动高收益信贷投放和结构优化，有望实现较好的综合收益水平；随着财富管理发力，带来的中间业务收入具备增长潜力，有望促进公司经营效能提升。

图6：近年来杭州银行适度提高了贷款端零售贷款占比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图7：杭州银行贷款收益率、生息资产收益率趋于平稳



资料来源：WIND，东兴证券研究所

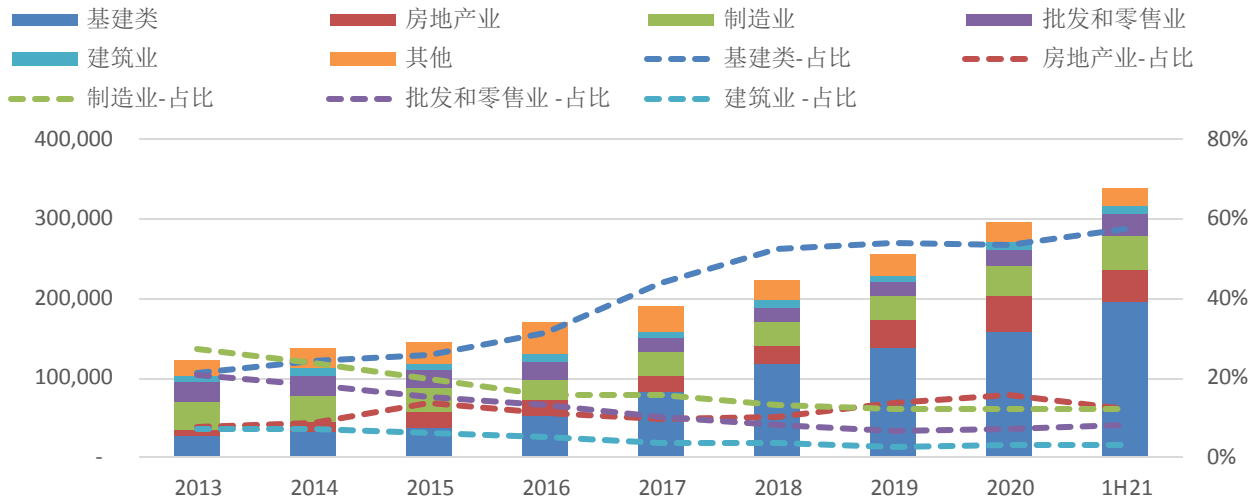
3.1 公司业务：基建作为压舱石，科技文创特色业务形成差异化优势

公司业务聚焦基建、科技、文创，有望保持稳健高质量发展。在公司业务方面，杭州银行注重国家发展战略和自身资源优势的匹配，坚持对重点行业和实体经济的信贷投放。公司对低风险的基建类贷款投放占比较高。同时，针对杭州地区丰富的科技、文创类企业资源，杭州银行不断创新服务模式，以投贷联

动、创投合作等方式服务客户, 科技文创金融差异化竞争优势持续巩固。未来公司业务有望保持稳健高质量发展。

- **客户结构向稳健型客户倾斜, 基建类贷款压舱石、有助于平衡风险收益。**从对公贷款投向的行业构成来看, 目前公司基建相关行业贷款占比较高。我们认为, 这主要得益于过去几年杭州地区基建投资的高速增长。杭州银行顺应区域发展战略, 依托财政局股东资源优势, 积极响应基建类对公客户的融资需求。2013-1H21, 公司基建类行业¹贷款占对公贷款的比重由 21.40% 提升至 57.45%; 其中政府融资平台类贷款余额仅 10.15 亿, 占比极低。公司基建类贷款具备稳健、低风险特征, 21 年 6 月末不良率仅为 0.28%。我们认为, 基建类贷款作为压舱石, 有助于杭州银行实现对公贷款风险与收益的平衡。

图8: 杭州银行对公贷款近年逐渐向基建行业倾斜, 占比提升



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

表2: 杭州银行各项细分贷款不良率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
公司贷款	1.31%	1.07%	0.52%	0.78%	1.49%	1.84%	1.83%	1.47%	1.34%
制造业	1.46%	1.96%	0.83%	2.51%	2.41%	6.06%	3.28%	3.17%	3.25%
批发和零售业	3.18%	2.51%	1.89%	3.03%	5.35%	6.05%	4.92%	3.56%	2.72%
建筑业	1.12%	0.79%	0.37%	0.98%	3.97%	4.43%	5.97%	3.91%	3.78%
房地产业	0.21%	0.16%	0.09%	0.10%	1.73%	0.97%	0.27%	2.79%	2.63%
基建类	0.31%	0.04%	0.00%	0.08%	0.26%	0.18%	1.04%	0.27%	0.28%
零售贷款	0.89%	1.47%	3.13%	3.61%	1.79%	0.77%	0.54%	0.45%	0.37%
个人住房贷款	0.08%	0.07%	0.11%	-	-	0.04%	0.04%	0.07%	0.07%
个人经营贷款	1.73%	3.26%	8.61%	-	-	2.12%	1.13%	0.73%	0.55%
个人消费贷款	0.52%	0.54%	0.33%	-	-	0.22%	0.46%	0.61%	0.56%

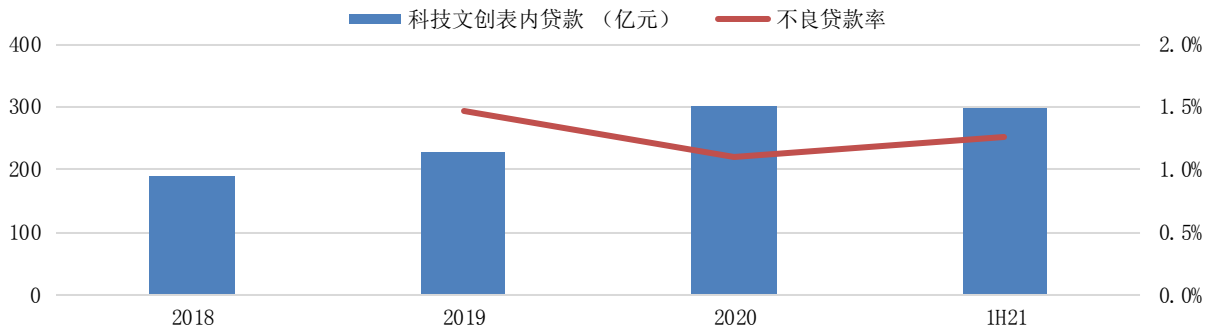
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

¹ 基建类行业包括交通运输、仓储和邮政业; 水利、环境和公共设施管理业; 电力、燃气及水生产和供应; 租赁和商务服务业。

- **科技文创特色业务较早起步早、模式已成熟，差异化竞争力不断提升。**针对区域内丰富的科技、文创类企业，杭州银行创新服务模式，以投贷联动、创投合作、银政协同等方式满足企业融资需求。杭州银行 2009 年起开始探索科技文创类企业服务模式，相继设立了科技支行、文创支行、科技文创事业部、北上深三个科技文创金融中心等，推出了诸多特色产品，包括风险池贷款、选择权贷款、银投联贷、新三板起飞贷、顾问类业务等。目前公司已构建起“创新创业企业金融服务生态”，探索开发标准化信贷产品。在支持初创期企业融资需求的同时，通过风险缓释、吸收低付息负债和创新选择权中收等手段，基本实现了商业模式可持续，业务模式逐步成熟，差异化竞争力不断提升。

截至 21 年 6 月末，杭州银行科技文创金融表内贷款（不含贴现）余额 297.09 亿，2018-1H21 复合增速 19.3%，高于对公贷款增速水平。不良贷款率 1.26%，低于对公贷款平均不良 1.34%，资产质量保持良好水平。预计随着科技文创类标准化信贷产品的开发与推广，未来科技文创贷款有望保持较快增长。

图9：近年来杭州银行表内科技文创贷款规模稳步提升



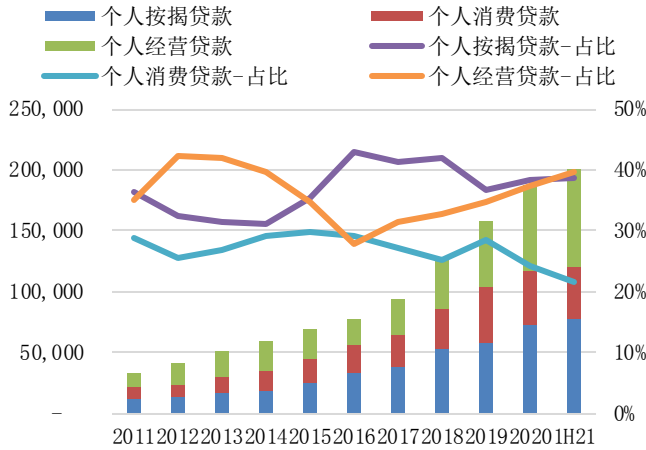
资料来源：WIND，东兴证券研究所

3.2 零售业务：消费贷稳健增长，财富管理加速布局

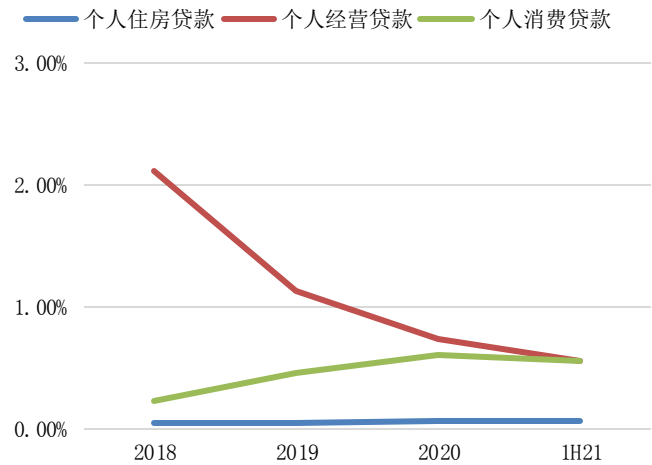
在新一轮五年战略规划中，杭州银行零售业务重心在于巩固按揭贷款和消费贷，同时重点发力财富管理。我们认为，杭州银行零售客户资质优异，能够实现低风险稳健收益；同时，财富管理加速布局，中收增长具备潜力。具体来看，按揭贷款本身具备低风险高收益特征，近年来杭州银行按揭贷款投放占个贷比重提升至 40%左右；个人消费贷的配置相对较少、且优选客群，近年来占比下降至 20%左右。另外，公司不断加快财富管理布局，加强自身能力建设、产品创新能力，丰富扩大代销合作方和合作产品种类。财富管理带动中收增长，客群综合经营初显成效。

（1）消费信贷：零售客户资质优异，实现低风险稳健收益

消费信贷定位“有房”、“有薪”优质客群，实现低风险、中等收益。2014 年以来，杭州银行降低总体风险偏好，适度提高低风险按揭贷款占比，21 年 6 月末占全部个人贷款的 38.57%；个人消费贷优选客群、配置有所下降，21 年 6 月末占比为 21.6%。目前，消费信贷主要围绕“有房”和“有薪”两大客群，聚焦于个人住房按揭贷款和消费信用贷款。消费贷主要定位缴纳公积金的工薪阶层，客户资质较优，不良率仅为 0.57%（1H21）。个人按揭贷款投放节奏和价格符合监管要求，平稳健康发展，不良率仅为 0.07%（1H21）。我们认为，杭州银行消费贷聚焦优质客群，实现较低风险和合理收益，具备稳健可持续性。

图10: 杭州银行零售贷款投向以按揭贷款、个人经营贷为主


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图11: 杭州银行个人消费贷、按揭贷款不良率极低


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

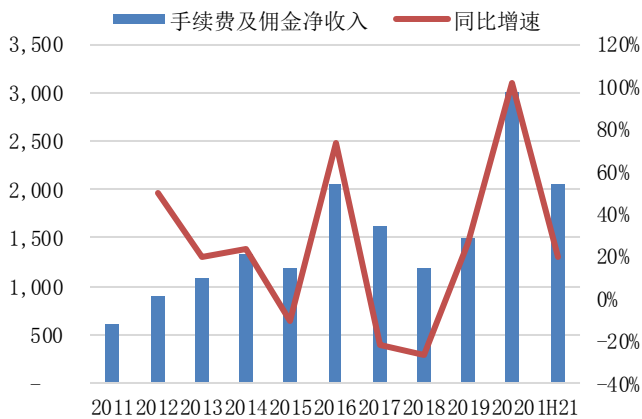
（2）财富管理：加速业务布局，中收增长具备潜力

公司不断加快财富管理布局,有望持续带动中收增长。一方面,加强自身理财经理梯队建设和能力建设,提升产品创新能力和营销推动能力;另一方面,丰富扩大代销合作方和合作产品种类,持续构建和完善符合客户多元化投资需求的财富产品体系。财富管理有望持续带动中收增长,改善存款结构。

中收保持较快增长,财富管理、投行业务为中收主要贡献。2019年以来,杭州银行手续费及佣金净收入保持较快增长,2019-1H21同比增速分别为26.32%/101.71%/19.50%。我们将手续费收入分为四类,财富管理类(包括托管及受托、代理服务),投资银行类(包括信贷承诺、融资咨询),结算与清算,以及银行卡。从手续费收入结构来看,财富管理和投行业务为中收主要贡献。21年上半年,公司财富管理、投资银行业务贡献中收分别占总中收的69.52%和23.06%。

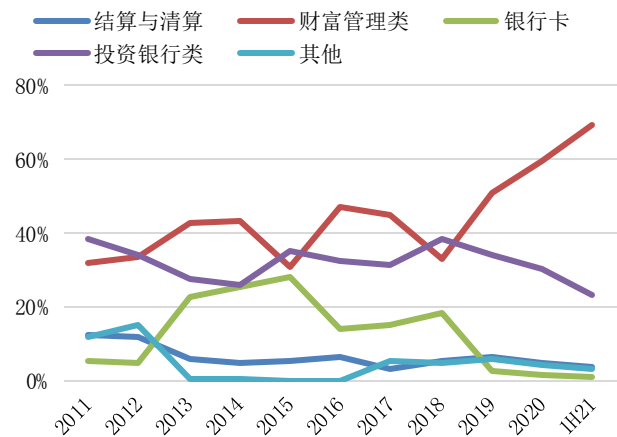
零售AUM、非保本理财规模较快增长,财富管理中收贡献不断提升。杭州银行零售客户AUM及非保本理财规模保持快速增长。截至21年6月末,零售客户AUM达4004亿,低于可比同业,同比增10.6%;非保本理财余额2739亿,同比增17.81%。得益于财富管理业务的增长,杭州银行财富管理贡献中收占比近年来快速提升(由2018年的33%提升至1H21的69.52%)。同业比较来看,当前杭州银行财富管理业务中收贡献略低于长三角地区上市城商行平均水平,存在进一步提升空间。随着资管新规过渡期结束,理财子公司经营步入正轨,叠加区域内较优的客户资源,中收增长具备潜力。

图12：杭州银行手续费及佣金净收入保持较好增长



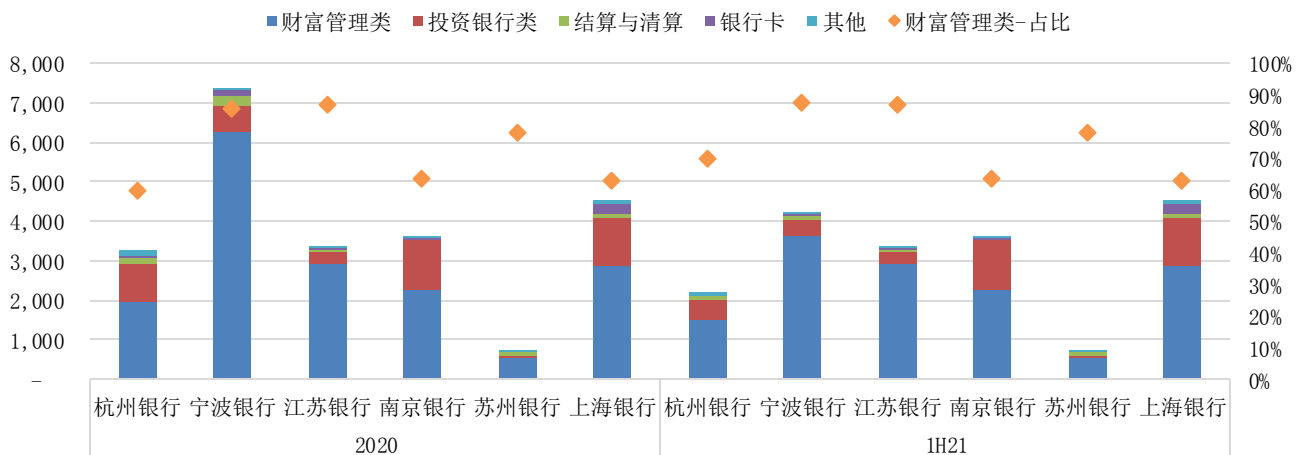
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图13：杭州银行手续费收入结构，财富管理类占比提升



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图14：杭州银行财富管理业务中收占比略低于长三角地区上市城商行平均，存在进一步提升空间



资料来源：WIND，东兴证券研究所

表3：杭州银行非保本理财余额及零售 AUM 余额，零售 AUM 低于可比同业、增速较快

	2017	2018	2019	2020	1H21
杭州银行非保本理财规模 (亿元)	1,773	1,875	2,311	2,771	2,739
同比增速	-19.86%	5.74%	23.28%	19.90%	17.81%
零售 AUM (亿元)					
杭州银行	2,223	2,759	3,306	3,825	4,004
同比增速	-	24.09%	19.82%	15.71%	4.68%
南京银行	3,119	3,762	4,327	4,871	5,376

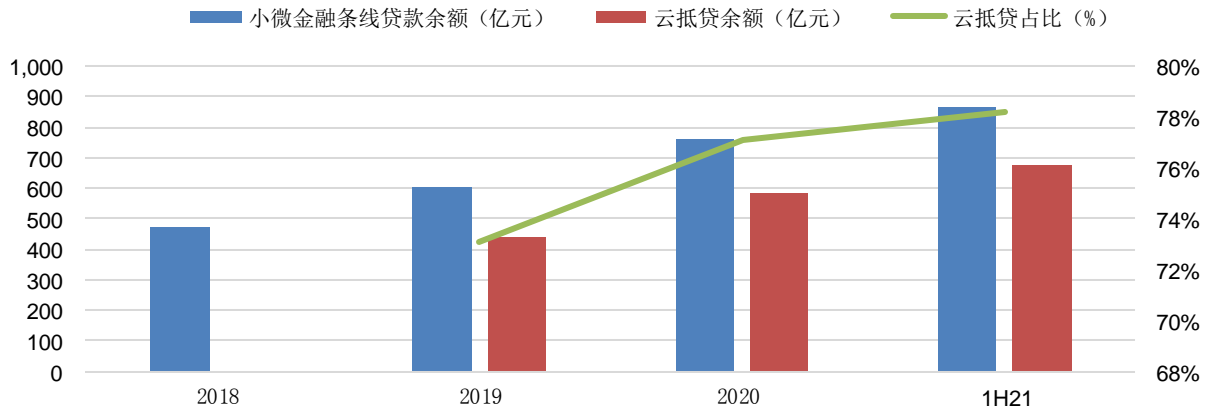
宁波银行	3,078	3,578	4,378	5,340	6,095
上海银行	4,298	5,196	6,359	7,491	8,427
江苏银行	-	-	-	7,789	8,723

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

3.3 小微业务: 逐步向信用类贷款延伸, 小微条线综合定价有望提升

小微业务坚持个人客户、抵押贷款为主, 逐步向企业客户、信用贷款延伸, 有望获得更高溢价。近年来, 杭州银行不断加大经营贷投放, 2016-1H21 经营贷占个贷的比重由 27.8% 升至 39.8%; 同时, 不断调整优化经营贷投放策略。目前, 公司小微信贷以抵押类为主, “云抵贷产品平台” 持续优化; 2021 年 6 月末云抵贷系列产品余额 675.85 亿, 较 2020 年末增长 15.18%; 占小微条线贷款余额的 78.2%。另外, 杭州银行积极向信用贷款、小微法人客户延伸。省内分支机构先行, 大幅扩充信用微贷团队, 专业化、标准化程度有望持续提升, 信贷小微业务有望稳健发展、获得更高溢价。

图 15: 近年来杭州银行表内科技文创贷款规模稳步提升



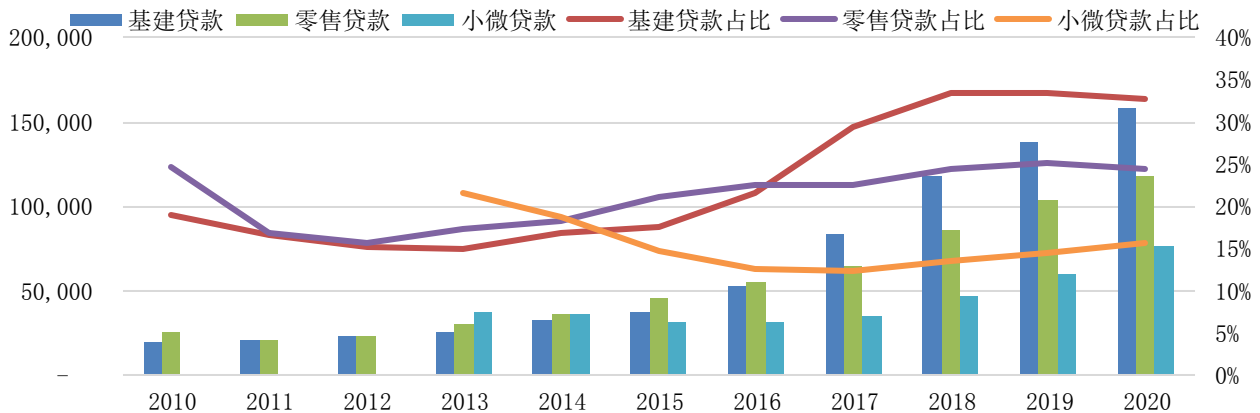
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

4. 资产质量优异、拨备充足, 具备持续释放业绩空间

4.1 资产质量: 主动调整风险偏好, 资产质量持续改善

区域信用环境好转、客户结构调整优化, 资产质量持续改善。商业银行资产质量与经营区域经济情况和企业盈利情况高度相关。2011 年浙江地区担保风险爆发, 区域内金融机构不良率不断攀升, 并于 2015 年达到高点。此后, 随着浙江省整体信用环境的好转, 区域内商业银行不良率逐步下降。杭州银行不良率与浙江省银行业不良率变动节奏基本一致。与此同时, 公司也主动调整客户结构, 适当降低风险偏好, 不良贷款生成率逐步降低。同时, 进一步严格不良确认标准, 资产质量持续做实。

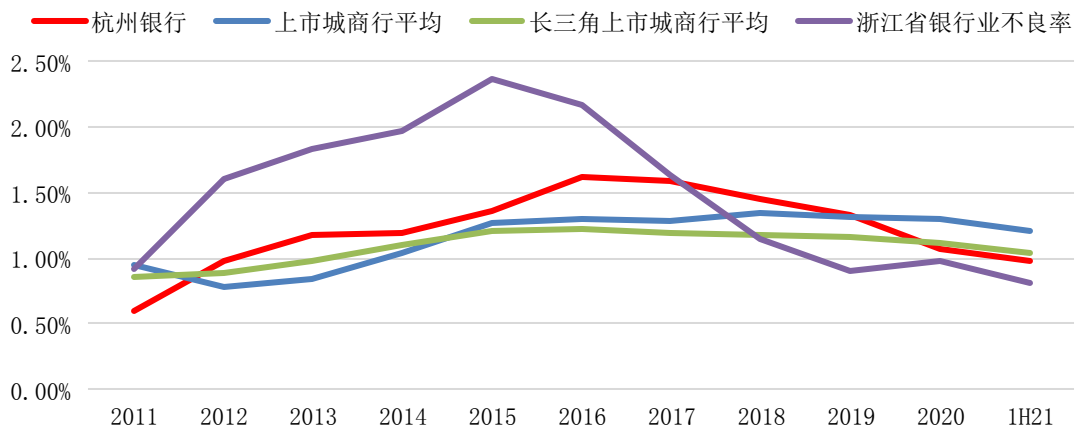
图16：客户结构调整：小微贷款占比下降，零售贷款、基建行业贷款占比提升



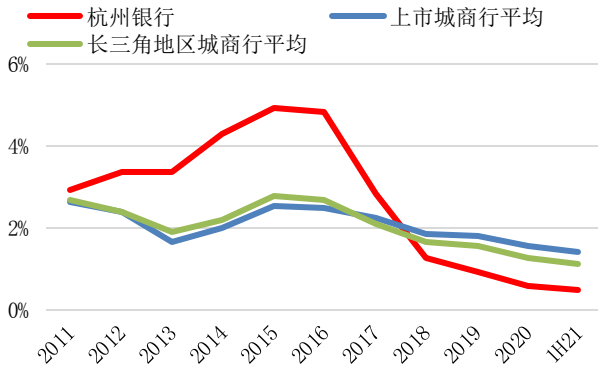
资料来源：WIND，东兴证券研究所

账面风险指标改善、不良认定标准严格、不良生成率创历史新低，当前资产质量总体优于可比同业。截至21年9月末，杭州银行不良率为0.9%，低于上市城商行平均水平，仅次于宁波银行。关注贷款率、逾期贷款率亦持续下行，21年6月末分别为0.49%、0.75%，均低于上市城商行平均水平，潜在不良风险较小。从逾期贷款偏离度来看，逾期90天以上贷款/不良贷款从2016年以来保持下行趋势，21年6月末降至69.19%，亦低于上市城商行平均，不良认定标准持续趋严。从不良生成角度来看，2014-2017年不良净生成率相对较高，但2017年以来呈下行态势、创历史新低，新增不良规模逐渐下降。

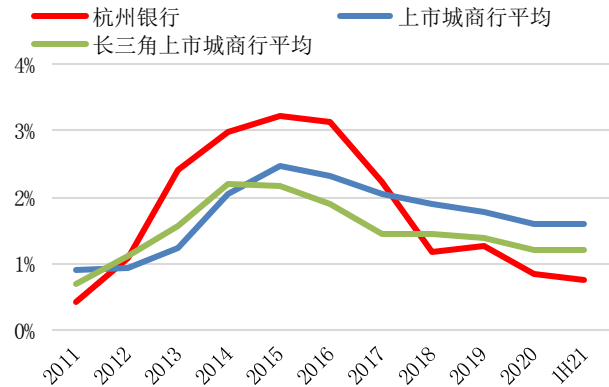
图17：2017年以来杭州银行不良贷款率持续下行，资产质量优于上市城商行平均水平



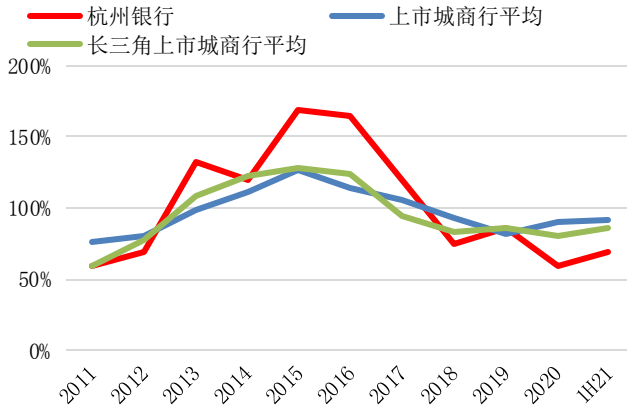
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图18：2016年以来关注贷款占比持续下降


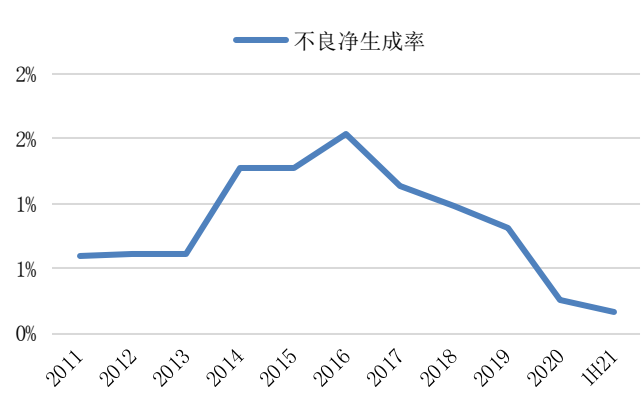
资料来源：WIND，东兴证券研究所

图19：2016年以来逾期贷款占比持续下降


资料来源：WIND，东兴证券研究所

图20：逾期贷款偏离度(90天以上逾期/不良)低于可比同业


资料来源：WIND，东兴证券研究所

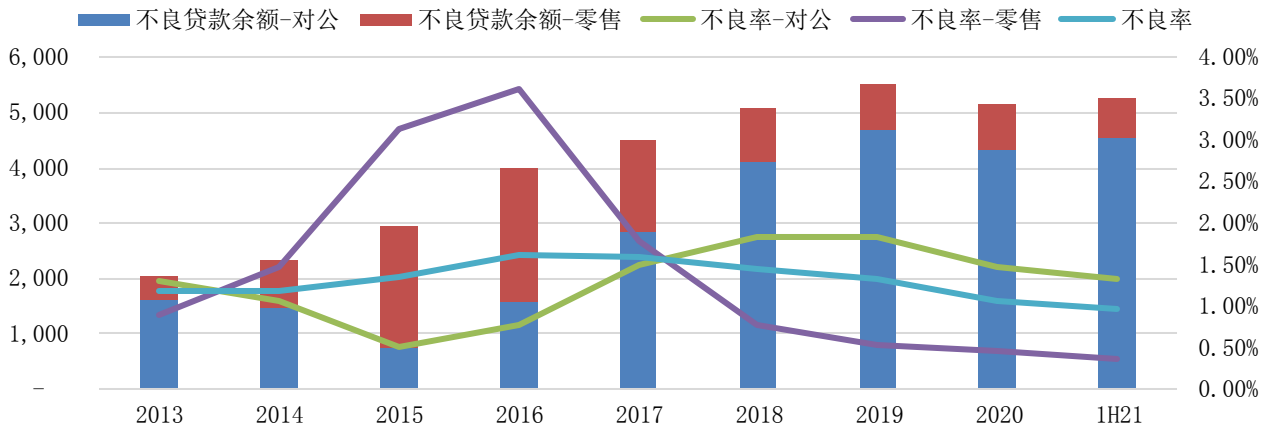
图21：杭州银行不良净生成率逐渐下降


资料来源：WIND，东兴证券研究所

不良贷款结构：细分来看，对公贷款不良主要来自制造业、房地产、批发零售、基建（截至2021年6月末，分别占不良贷款总额的25.45%、20.73%、14.39%、10.45%）。2016-2018年，受区域内制造业和批发零售行业风险暴露影响，公司贷款不良率有所上升；2020年以来，房地产行业不良率有所上升，但仍低于可比同业，风险较为可控。零售贷款不良率自2016年高点持续下行，主要是经营贷款不良持续出清，调整业务模式，客户风险偏好下降，不良率已由2015年的8.61%降至2021年6月末的0.55%。个人住房贷款、消费贷款不良率保持低位运行。

我们认为，伴随杭州银行客户结构、风险偏好调整以及风险管控能力提升，公司资产质量持续做实。从前瞻性指标来看，未来不良生成压力也较小，资产质量有望保持同业较优水平。

图22: 杭州银行不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

表4: 杭州银行各项细分贷款不良率情况

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
公司贷款	1.31%	1.07%	0.52%	0.78%	1.49%	1.84%	1.83%	1.47%	1.34%
制造业	1.46%	1.96%	0.83%	2.51%	2.41%	6.06%	3.28%	3.17%	3.25%
批发和零售业	3.18%	2.51%	1.89%	3.03%	5.35%	6.05%	4.92%	3.56%	2.72%
建筑业	1.12%	0.79%	0.37%	0.98%	3.97%	4.43%	5.97%	3.91%	3.78%
房地产业	0.21%	0.16%	0.09%	0.10%	1.73%	0.97%	0.27%	2.79%	2.63%
基建类	0.31%	0.04%	0.00%	0.08%	0.26%	0.18%	1.04%	0.27%	0.28%
零售贷款	0.89%	1.47%	3.13%	3.61%	1.79%	0.77%	0.54%	0.45%	0.37%
个人住房贷款	0.08%	0.07%	0.11%	-	-	0.04%	0.04%	0.07%	0.07%
个人经营贷款	1.73%	3.26%	8.61%	-	-	2.12%	1.13%	0.73%	0.55%
个人消费贷款	0.52%	0.54%	0.33%	-	-	0.22%	0.46%	0.61%	0.56%

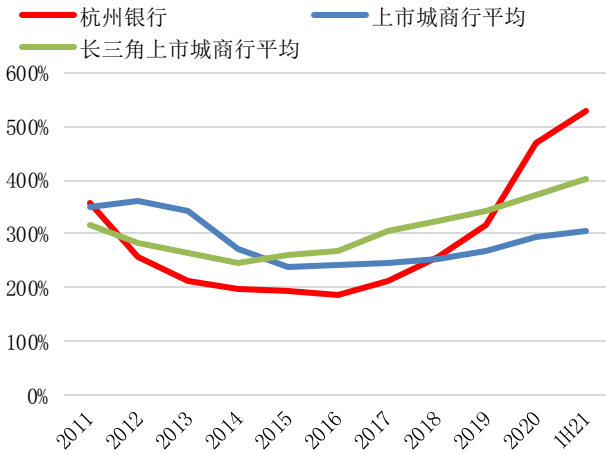
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.2 拨备: 信贷、非信贷拨备充足, 业绩弹性空间较大

杭州银行近年来保持积极拨备计提, 当前贷款拨备充足、具备业绩弹性空间。公司拨备政策审慎, 2017年以来保持较大拨备计提力度, 信用成本高于可比同业。同时, 公司不良生成水平逐步降低, 推动拨备覆盖率和拨贷比上升。2016-1H21公司拨备覆盖率由186.7%升至529.4%, 拨贷比由3.03%升至5.17%, 在上市银行中位居前列。当前公司拨备充足、存量风险持续出清, 具备持续释放业绩的空间。

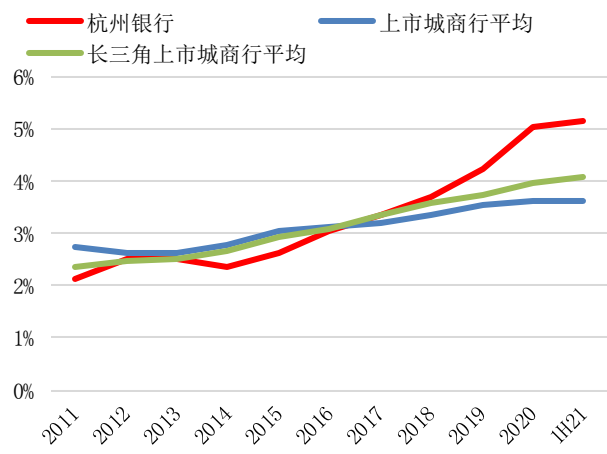
加大非信贷资产拨备计提力度。2020年以来杭州银行加大金融投资减值损失计提力度。2020年计提金融投资减值损失22.75亿, 同比增273.22%; 1H21计提金融投资减值损失15.69亿, 同比大增40.41%。2019-2021年6月末, 债权投资减值准备/债权投资账面余额已由0.61%升至1.37%。

图23: 2016-1H21 公司拨备覆盖率由 186.7%升至 529.4%



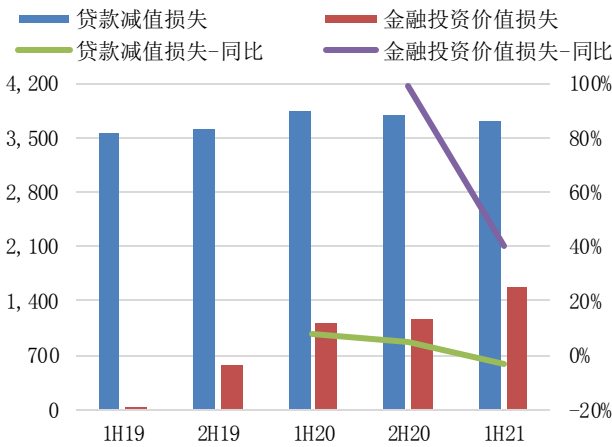
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图24: 21年6月末拨贷比升至 5.2%, 大幅高于可比同业



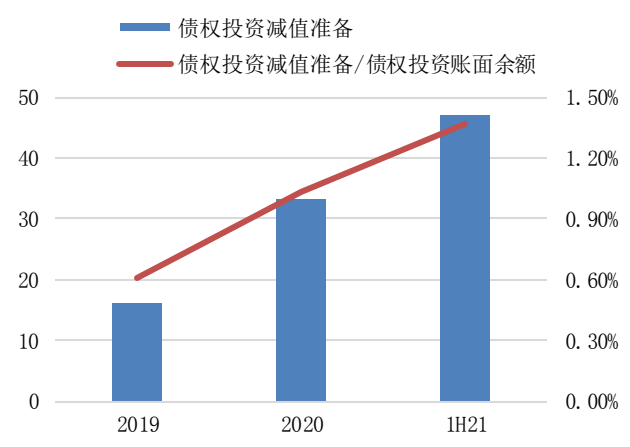
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图25: 2020年以来杭州银行加大金融投资减值损失计提力度



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图26: 债权投资减值准备/债权投资账面余额(%)持续提升



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

5. 盈利预测

盈利预测关键假设如下:

(1) **规模: 区域信贷需求旺盛, 规模有望保持较快增长。**当前经济仍面临下行压力, 稳增长、宽信用政策持续加码。预计在基建投资带动下, 实体企业信贷需求有望逐渐修复, 信贷增速企稳回升。浙江地区重大项目投资加速, 投资杠杆效应叠加数字经济发展的集聚效应, 预计区域信贷需求保持强劲, 杭州银行资产规模有望保持快速扩张。预计 2021-2023 年贷款同比增速分别为 18%、17%、17%。

(2) **息差: 结构具备优化空间, 净息差有望保持平稳。**杭州银行贷存比较低, 资产结构较同业仍有一定优化空间。我们认为, 在当前银行业资产端收益率下行, 存款成本相对刚性的息差收窄压力下, 公司将继续提升资产端的贷款、高收益贷款占比, 对冲终端贷款利率下行的冲击。同时, 进一步优化存款结

构，巩固存款端竞争优势，净息差有望保持基本平稳或较小降幅。预计 2021-2023 年净息差分别为 1.87%、1.82%、1.78%。

（3）非息：伴随财富管理发展提速，中收具备增长潜力。得益于财富管理业务的发展，杭州银行财富管理贡献中收保持较快增长，中收占营收比重亦持续提升。同业比较来看，当前杭州银行财富管理业务中收贡献略低于长三角地区上市城商行平均水平，存在进一步提升空间。随着资管新规过渡期结束，理财子公司经营步入正轨，叠加区域内较优的客户资源，中收增长具备潜力。预计 2021-2023 年中收同比增速分别为 20%、20%、20%。

（4）信用成本：资产质量优异、拨备计提充分，信用成本有望下降。伴随杭州银行客户结构、风险偏好调整以及风险管控能力提升，公司账面风险指标持续改善、不良认定标准严格、不良生成率创历史新低，资产质量总体优于可比同业。同时，公司拨备政策审慎，近年来保持积极拨备计提。当前公司拨备充足、存量风险持续出清，具备持续释放业绩的空间。预计 2021-2023 年信用成本分别为 1.90%、1.85%、1.83%。

根据上述假设条件，我们预测杭州银行 2021-2023 年归母净利润分别同比增长 28.7%、22.9%、22.6%，BVPS 分别为 11.77、13.56、15.77 元/股。近两年杭州银行 PB（LF）中枢约为 1.19，当前上市城商行平均 PB（LF）为 0.8。考虑到杭州银行具备长期成长性和稳定性，我们认为给予 1.5 倍 2022 年 PB 目标估值较为合理，对应目标价为 17.65 元，维持“强烈推荐”评级。

表5：上市城商行估值（截至 2022 年 3 月 8 日）

名称	收盘价	ROA	PB (LF)	2021E	2022E	2023E
兰州银行	5.34	0.44%	1.20	1.18	1.09	1.02
宁波银行	36.47	1.03%	1.79	-	1.63	1.41
郑州银行	3.00	0.63%	0.61	-	-	-
青岛银行	4.02	0.59%	0.88	-	0.81	0.74
苏州银行	7.10	0.75%	0.75	-	0.68	0.62
江苏银行	6.61	0.71%	0.67	-	0.56	0.50
杭州银行	13.95	0.65%	1.19	1.18	1.06	0.95
西安银行	4.13	0.94%	0.69	0.67	0.62	0.57
南京银行	10.11	0.92%	0.96	0.91	0.80	0.71
北京银行	4.45	0.77%	0.44	0.43	0.40	0.36
厦门银行	6.40	0.70%	0.83	0.00	0.76	0.69
上海银行	6.80	0.89%	0.54	0.00	0.48	0.45
长沙银行	7.68	0.85%	0.63	0.00	0.58	0.51
齐鲁银行	5.22	0.76%	0.89	0.00	0.84	0.76
成都银行	14.29	1.00%	1.19	1.13	0.99	0.87
重庆银行	8.89	0.86%	0.73	-	-	-
贵阳银行	6.34	1.07%	0.50	0.54	0.47	0.42

资料来源：wind，东兴证券研究所（PB 估值预测来源于 wind 一致预期）

6. 风险提示

经济失速下行导致资产质量恶化; 监管政策预期外变动等。

附表：公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	158	193	235	267	304	收入增长					
手续费及佣金	15	30	36	43	52	净利润增速	22.0%	8.1%	28.7%	22.9%	22.6%
其他收入	41	25	41	53	69	拨备前利润增速	27.6%	19.5%	29.1%	18.3%	19.2%
营业收入	214	248	313	364	425	税前利润增速	26.3%	10.0%	29.7%	22.9%	22.6%
营业税及附加	(2)	(2)	(2)	(2)	(3)	营业收入增速	25.5%	15.9%	26.1%	16.2%	17.0%
业务管理费	(61)	(65)	(78)	(86)	(95)	净利息收入增速	12.8%	22.1%	22.2%	13.3%	14.1%
拨备前利润	151	180	233	275	328	手续费及佣金增速	26.3%	101.7%	20.0%	20.0%	20.0%
计提拨备	(78)	(100)	(128)	(147)	(170)	营业费用增速	20.5%	6.3%	20.0%	10.0%	10.0%
税前利润	73	80	104	128	157						
所得税	(7)	(9)	(13)	(15)	(19)	规模增长					
归母净利润	66	71	92	113	138	生息资产增速	12.0%	13.5%	16.0%	16.8%	16.6%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	4141	4836	5707	6677	7746	贷款增速	18.1%	16.8%	18.0%	17.0%	16.0%
同业资产	997	670	871	914	960	同业资产增速	34.0%	-32.8%	30.0%	5.0%	5.0%
证券投资	4290	5233	6070	7284	8741	证券投资增速	4.8%	22.0%	16.0%	20.0%	20.0%
生息资产	10272	11658	13521	15792	18409	其他资产增速	-15.9%	93.7%	-52.2%	-53.2%	-12.0%
非生息资产	143	277	133	62	55	计息负债增速	11.9%	12.5%	14.5%	15.9%	16.3%
总资产	10241	11693	13343	15451	17958	存款增速	15.2%	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
客户存款	6139	6980	7888	8913	10072	同业负债增速	16.2%	5.5%	5.0%	10.0%	10.0%
其他计息负债	3279	3619	4245	5154	6289	股东权益增速	9.4%	29.3%	7.3%	12.3%	13.4%
非计息负债	197	285	342	410	492						
总负债	9615	10884	12475	14477	16853	存款结构					
股东权益	625	809	868	974	1105	活期	50.4%	56.2%	56.21%	56.21%	56.21%
每股指标											
每股净利润(元)	1.29	1.20	1.55	1.90	2.33	定期	45.8%	40.9%	40.89%	40.89%	40.89%
每股拨备前利润(元)	2.94	3.04	3.92	4.64	5.53	其他	3.8%	2.9%	2.90%	2.90%	2.90%
每股净资产(元)	10.25	10.77	11.77	13.56	15.77	贷款结构					
每股总资产(元)	199.62	197.17	224.99	260.55	302.82	企业贷款 不含贴现	61.7%	61.1%	61.12%	61.12%	61.12%
P/E	11.12	11.89	9.24	7.52	6.13	个人贷款	38.3%	38.9%	38.88%	38.88%	38.88%
P/PPOP	4.87	4.71	3.65	3.08	2.59	贷款质量					
P/B	1.40	1.33	1.22	1.05	0.91	不良贷款率	1.34%	1.07%	0.98%	1.10%	1.17%
利率指标											
净息差(NIM)	1.85%	1.98%	1.87%	1.82%	1.78%	正常	97.73%	98.35%	99.47%	99.52%	99.57%
净利差(Spread)	1.91%	1.96%	1.99%	2.02%	2.05%	关注	0.94%	0.58%	0.53%	0.48%	0.43%
贷款利率	5.54%	5.37%	5.42%	5.47%	5.52%	次级	0.70%	0.46%			
存款利率	2.33%	2.33%	2.35%	2.37%	2.39%	可疑	0.34%	0.15%			
生息资产收益率	4.54%	4.39%	4.45%	4.51%	4.57%	损失	0.30%	0.46%			
计息负债成本率	2.63%	2.43%	2.45%	2.47%	2.49%	拨备覆盖率	316.17%	469.29	555.86	548.37%	556.63%
盈利能力											
ROAA	0.68%	0.65%	0.73%	0.78%	0.83%	资本状况					
ROAE	13.24%	12.26%	13.74%	15.03%	15.91%	资本充足率	13.54%	14.41%	13.43%	12.64%	12.01%
拨备前利润率	1.55%	1.64%	1.86%	1.91%	1.96%	核心一级资本充足	8.08%	8.53%	8.27%	8.10%	8.02%
其他数据											
						资产负债率	93.89%	93.08%	93.50%	93.70%	93.85%
						总股本(亿)	51.30	59.30	59.30	59.30	59.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	20220221-银行业：机构减配空间有限，预期修复打开上行通道	2022-02-22
行业普通报告	20220214-银行业四季度监管数据点评：盈利增速环比提升，资产质量持续向好	2022-02-14
行业普通报告	银行业：信贷放量，稳增长政策持续发力——1月社融数据点评	2022-02-10
行业普通报告	银行业：社融增速延续回升，中长期贷款增长偏弱——12月社融数据点评	2022-01-13
行业普通报告	银行业：政策环境友好，步入左侧机遇期	2022-01-12
行业普通报告	银行业：票据“零利率”或为短期现象，年初信贷有望开门红	2021-12-28
行业深度报告	银行业-表内地产信用风险情况梳理：地产融资环境有望边际改善，涉房贷款风险可控	2021-12-24
行业普通报告	银行业：降息短期对息差影响有限，长期有助于资产质量稳定	2021-12-20

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526