天风证券 TF SECURITIES

杭州银行（600926）

证券研究报告
2019 年 10 月 25 日

息差改善，业绩靓丽

事件：10 月 24 日晚，杭州银行披露 19 年三季报，3Q19 实现营收 160.5 亿元，YoY + 25.9%；实现归母净利润为 53 亿元，YoY + 20.3%；加权平均 ROE 为 10.68%，同比增加 63 bp；截至 3Q19，资产总额 9806.3 亿元，较年初增长 6.47%；不良贷款率为 1.35%，较 1H19 下降 3 bp。

点评：

营收与净利润增速维持较高水平

3Q19 营收 YoY + 26%，PPOP YoY+ 29%，归母净利润 YoY+ 20.3%，均与 1H19 几近持平。营收较快增长主要源于非息收入增幅大，非息收入 47.1 亿元，YoY+ 125%，一是投资收益大增（34.66 亿元，YoY+78.92%）；二是中收高增（14.8 亿元，YoY+43%），源于基金代销、投行、理财等业务增长，或反映资管新规对其影响消退。

通过业绩归因拆解，盈利增长主要来源于**规模扩张（+12.45 pct）、非息收入（+19.46 pct）、成本（+3.68 pct），净息差（-6.07 pct）、拨备（-4.23 pct）和税收（-5.04 pct）造成拖累。**

净息差季度环比升幅较多

我们测算 3Q19 净息差为 1.56%，较 1H19 上升 3 bp。拆解来看，生息资产收益率较 19Q2 上升 12 BP 至 4.08%，**主要受高收益的个贷（消费贷、信用卡）占比提升所致，个贷占贷款比例较 1H19 提升 2.17 pct 至 37.76%。**计息负债成本率较 19Q2 下降 10 BP 至 2.59%，**主要是在低利率环境下多配同业负债所致，同业负债占计息负债比例较 1H19 上升 3.13 pct 至 19.55%。**若继续坚持当前零售策略，资产收益率或仍有提升空间，推动息差上行。

资产质量较平稳，拨备增厚

不良贷款率较 1H19 下降 3 bp 至 1.35%，但关注贷款率环比上身 23 bp 至 1.34%，1H19 逾期贷款率较 18 年末上升 1 bp 至 1.2%，关注和逾期虽有上升，但仍处于上市银行较低水平。

拨备水平持续提升。3Q19 拨备覆盖率为 311.54%，较 1H19 上升 29.98 个百分点；拨贷比为 4.2%，较 1H19 上升 31 bp，风险抵补能力继续增强。

投资建议：息差改善，理财子公司率先获批

杭州银行 19Q3 发力个贷，季度环比增速为 10.23%（对公贷款为 0.39%），主要投向高收益的消费贷及信用卡，有力支撑了息差提升，我们预计其策略或延续。**理财子公司筹建在城商行里率先获批，反映监管对其在适应资管新规方面认可。**预计 19-21 年归母净利润增速为 19.6%/18.7%/17.5%，对应 EPS 为 1.26/1.50/1.76 元，维持目标估值 1.2 倍 19 年 PB，目标价 12.48 元，较当前约有 44%的空间，根据天风股票投资评级体系要求，我们上调评级至“买入”。

风险提示：资产质量大幅恶化；负债成本过快抬升。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	141	171	198	222	250
增长率（%）	2.8	20.8	16.1	12.3	12.5
归属母公司股东净利润（亿元）	46	54	65	77	90
增长率（%）	13.2	18.9	19.6	18.7	17.5
每股收益（元）	1.24	1.05	1.26	1.50	1.76
市盈率(P/E)	6.97	8.20	6.17	5.20	4.42
市净率(P/B)	0.76	0.94	0.75	0.66	0.58

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	买入（调高评级）
当前价格	8.65 元
目标价格	12.48 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)	44,376.23
流通 A 股市值(百万元)	18,006.62
每股净资产(元)	10.04
资产负债率(%)	93.73
一年内最高/最低(元)	9.44/7.30

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com
朱于畋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

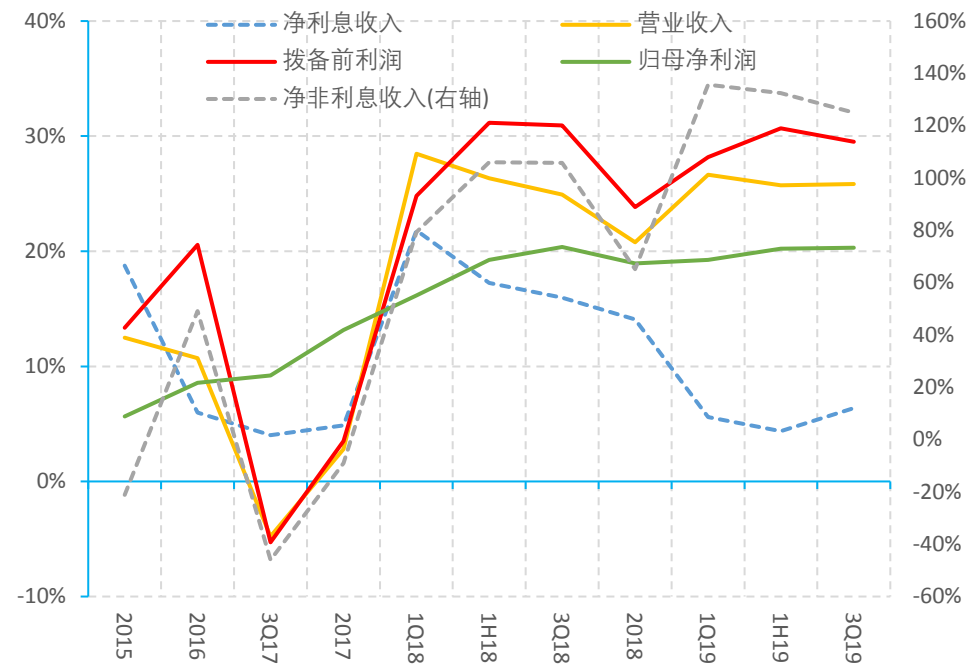
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

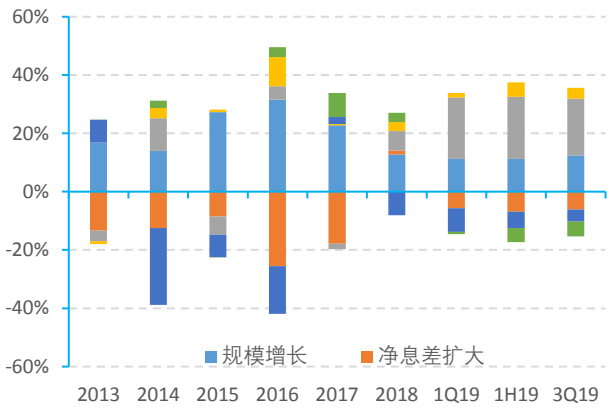
1 《杭州银行-半年报点评:ROE 大幅上升，定增及时雨将至》 2019-08-30
2 《杭州银行-公司点评:ROE 继续回升，资产质量大幅改善》 2019-07-19
3 《杭州银行-季报点评:业绩高增态势延续，资产质量显著改善》 2019-04-27

图 1：1H19 杭州银行营收与 PPOP 增速大幅提升，净利润进入高速增长期



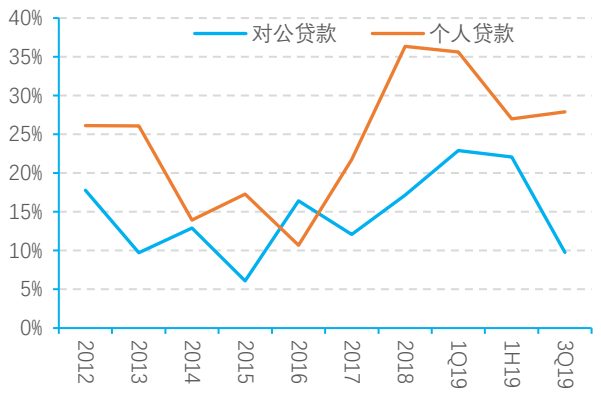
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 2：杭州银行净利润贡献度分解：非息收入贡献较大



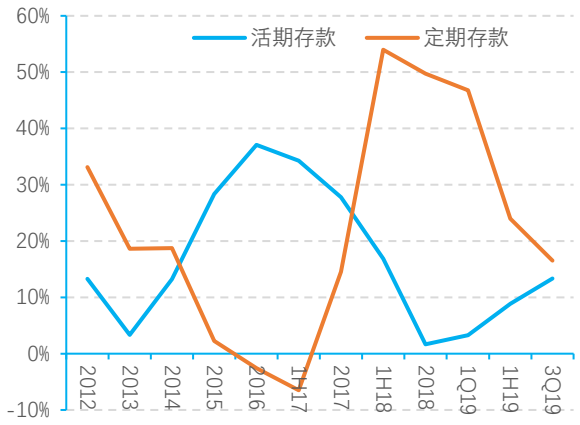
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：个贷增速回升，对公贷款增速下降



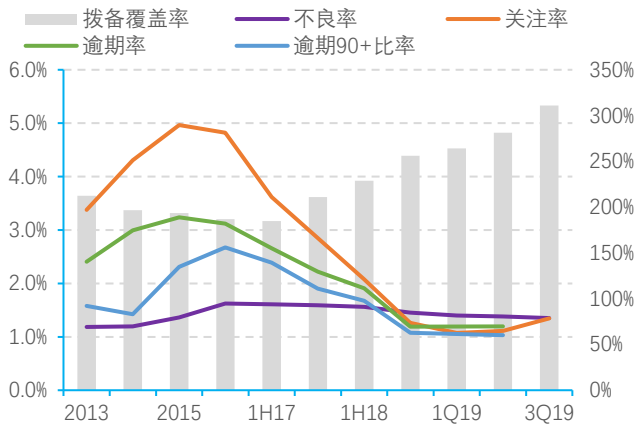
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：杭州银行存款结构改良，活期存款增速上升



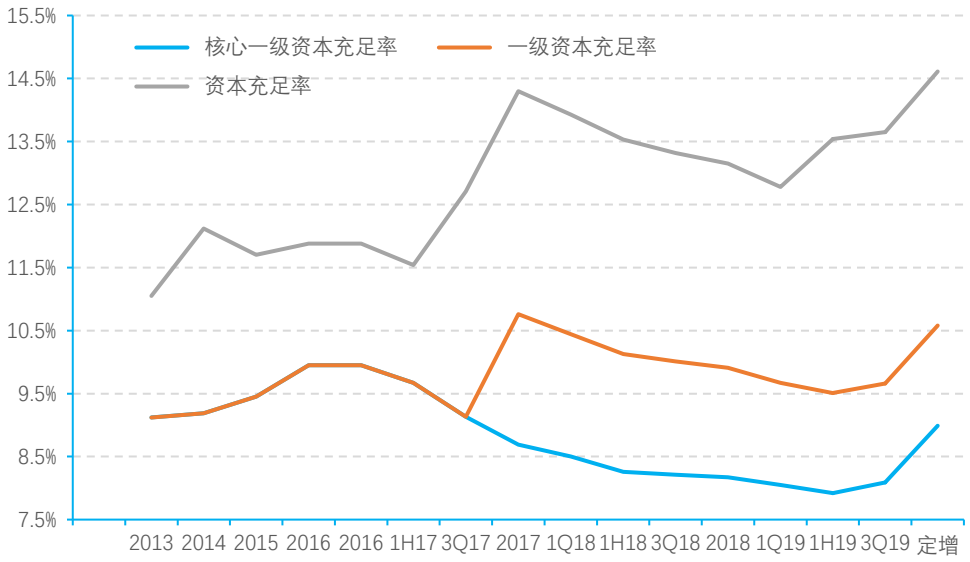
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 5：19H1 杭州银行在不良率保持改良趋势



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：3Q19 杭州银行核心一级/一级资本充足率告急，定增将有效缓解



资料来源：银行财报、天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
净利息收入	123	140	164	185	209
手续费及佣金	16	12	12	12	13
其他收入	2	19	22	25	28
营业收入	141	171	198	222	250
营业税及附加	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
业务管理费	(45)	(51)	(54)	(56)	(59)
拨备前利润	95	118	143	165	190
计提拨备	(45)	(60)	(71)	(79)	(89)
税前利润	50	58	72	85	100
所得税	(5)	(4)	(7)	(9)	(10)
净利润	46	54	65	77	90
资产负债表					
贷款总额	2838	3505	4066	4635	5191
同业资产	437	744	744	781	820
证券投资	4292	4086	4495	5169	5877
生息资产	8297	9165	10175	11500	12849
非生息资产	131	176	516	728	1204
总资产	8333	9211	10516	12006	13784
客户存款	4486	5328	5861	6388	6963
其他计息负债	2942	3088	3755	4591	5643
非计息负债	387	223	268	321	385
总负债	7815	8639	9883	11300	12991
股东权益	518	572	633	706	793
每股指标					
每股净利润(元)	1.24	1.05	1.26	1.50	1.76
每股拨备前利润(元)	2.60	2.30	2.79	3.21	3.70
每股净资产(元)	11.42	9.20	10.40	11.82	13.51
每股总资产(元)	227.41	179.54	204.99	234.04	268.69
P/E	7.0	8.2	6.17	5.20	4.42
P/PPOP	3.3	3.8	2.79	2.42	2.11
P/B	0.8	0.9	0.75	0.66	0.58
P/A	0.0	0.0	0.04	0.03	0.03
利率指标					
净息差(NIM)	1.51%	1.71%	1.70%	1.71%	1.72%
净利差(Spread)	1.61%	1.66%	1.71%	1.74%	1.77%
贷款利率	4.74%	5.13%	5.21%	5.26%	5.31%
存款利率	1.81%	2.11%	2.14%	2.16%	2.18%
生息资产收益率	4.22%	4.46%	4.56%	4.62%	4.68%
计息负债成本率	2.61%	2.80%	2.83%	2.85%	2.87%
盈利能力					
ROAA	0.59%	0.62%	0.66%	0.68%	0.70%
ROAE	11.32%	12.16%	12.88%	13.48%	13.90%
拨备前利润率	1.22%	1.35%	1.45%	1.46%	1.47%

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入增长					
净利润增速	13.2%	18.9%	19.6%	18.7%	17.5%
拨备前利润增速	3.1%	24.2%	21.2%	15.0%	15.0%
税前利润增速	5.9%	15.7%	24.2%	18.7%	17.5%
营业收入增速	2.8%	20.8%	16.1%	12.3%	12.5%
净利息收入增速	4.9%	14.1%	17.5%	12.7%	13.0%
手续费及佣金增速	-21.6%	-26.8%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用增速	8.0%	13.8%	5.0%	5.0%	5.0%
规模增长					
生息资产增速	15.5%	10.5%	11.0%	13.0%	11.7%
贷款增速	15.1%	23.5%	16.0%	14.0%	12.0%
同业资产增速	-22.5%	70.2%	0.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	23.6%	-4.8%	10.0%	15.0%	13.7%
其他资产增速	36.3%	34.1%	193.0%	41.0%	65.5%
计息负债增速	13.4%	13.3%	14.3%	14.2%	14.8%
存款增速	21.8%	18.8%	10.0%	9.0%	9.0%
同业负债增速	12.6%	-20.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	34.4%	10.3%	10.8%	11.6%	12.2%
存款结构					
活期	59.2%	50.6%	50.64%	50.64%	50.64%
定期	35.9%	45.2%	45.24%	45.24%	45.24%
其他	5.0%	4.1%	4.11%	4.11%	4.11%
贷款结构					
企业贷款(不含贴现)	61.6%	60.7%	60.69%	60.69%	60.69%
个人贷款	33.0%	36.4%	36.45%	36.45%	36.45%
资产质量					
不良贷款率	1.59%	1.45%	1.68%	1.82%	1.92%
正常	95.56%	97.29%	98.79%	98.84%	98.89%
关注	2.85%	1.26%	1.21%	1.16%	1.11%
次级	0.65%	0.67%			
可疑	0.48%	0.30%			
损失	0.46%	0.48%			
拨备覆盖率	211.03%	256.00%	256.97%	261.96%	269.78%
资本状况					
资本充足率	14.30%	13.15%	11.91%	10.87%	9.99%
核心资本充足率	8.69%	8.17%	7.76%	7.40%	7.09%
资产负债率	93.78%	93.79%	93.98%	94.12%	94.25%
其他数据					
总股本(亿)	36.64	51.30	51.30	51.30	51.30

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