杭州银行（600926）

公司研究/深度报告

五年战略成果亮眼，业绩高增前景广阔

—杭州银行深度报告

深度研究报告/银行　　2020 年 07 月 27 日

报告摘要：

● 高成长城商行业绩亮眼，近期有望迎来估值修复

公司一季度业绩增速位居上市银行之首。由于业务基础扎实且市场空间广阔，未来成长可期。当前银行板块迎来估值修复行情，我们认为杭州银行是板块内值得关注的标的。

● 净利高增不良出清，资本补足扩张可期

公司 2016-2020 五年战略取得了亮眼成果，随着净息差和资产质量逐步改善，盈利能力大幅提升。2018-2019 年杭州银行营收及业绩增速均处上市城商行前列，2020Q1 业绩增速位居上市银行之首，表现出高成长性。截至 2020Q1 末，公司存量风险包袱已基本化解，不良率较 2016 年下降 34bp 至 1.29%，拨备覆盖率高达 355%，风险抵御能力位居行业前列。公司今年四月定增 8 亿股，有效缓解核心一级资本约束，为规模扩张留足空间。适逢五年战略收官之年，公司有望加速扩张，进一步稳固业绩。

● 具备业务基础及市场空间，业绩增长可持续

杭州银行打造多元利润中心，零售及对公业务齐发力，为业绩增长提供稳固的基础。在零售业务方面，公司通过拳头产品“公鸡贷”推动个人消费贷款高速增长，打造新的业务增长点；小微贷款摆脱不良包袱，盈利能力逐步增强；上线综合财富系统“WE 理财”平台，财富管理业务发力助推中收快速增长。在对公业务方面，公司持续压缩制造和批零业等高风险行业贷款占比，加大水利、环境和公共管理等低风险行业贷款投放；精准把握杭州市文创特色产业，打造公司品牌影响力；此外，公司通过对公业务吸收了大量存款，在带动计息负债成本率下行的同时，为公司发放贷款提供了有力支撑。杭州银行业务聚焦于浙江，省内经济体量庞大，金融需求旺盛，未来将有万亿基建项目落地，大量贷款需求将为公司业绩长期增长提供广阔的空间。

● 投资建议：给予“推荐”评级

当前银行板块 PB 估值处于近五年低位。疫情前银行指数的 PB 估值中枢约为 0.85 倍。考虑利率下行以及疫情影响逐步消退，我们预计板块 PB 估值回到疫情前的水平再向上突破到 1.1 倍左右问题不大。在基本面、政策面、资金面催化下，银行股估值修复行情已经开启。杭州银行近年来业绩稳定，发展前景广阔，虽短期内为应对疫情，利润释放节奏预计放缓，但长期业绩预期保持乐观，建议通过资产质量、PPOP 等指标跟踪公司真实经营情况。我们保守预测公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 3.97%、5.72%、10.86%。2020 年对应 BVPS 为 10.92 元，对应 PB 为 0.86 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

贷款利率下行较快压制息差，部分银行资产质量波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,409	25,644	31,009	38,335
增长率（%）	25.53%	19.78%	20.92%	23.63%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,602	6,864	7,257	8,045
增长率（%）	21.99%	3.97%	5.72%	10.86%
每股收益（元）	1.11	1.16	1.22	1.36
PE（现价）	8.41	8.09	7.65	6.90
PB	1.06	0.86	0.79	0.73

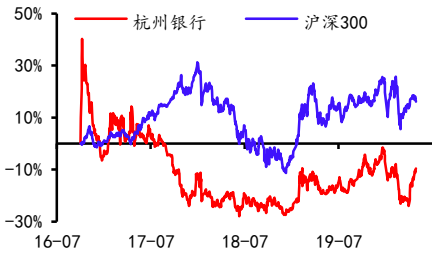
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　首次评级

当前价格：　9.36 元

交易数据	2020-7-24
近 12 个月最高/最低（元）	10.88/7.48
总股本（百万股）	5,930
流通股本（百万股）	5,022
流通股比例（%）	84.69
总市值（亿元）	555
流通市值（亿元）	470

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号：　S0100519090001

电话：　0755-22662075

邮箱：　guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号：　S0100119120002

电话：　0755-22662081

邮箱：　liaoziyuan@mszq.com

相关研究

目录

一、依托政府深耕浙江，不良出清业绩优异 3
（一）依托财政局的混合所有制城商行 3
1、城商行定位：深耕浙江，聚焦杭州 3
2、股权构成：依托杭州市财政局，借力澳洲联邦银行 3
（二）五年战略成效初显 5
1、2016-2020 战略安排：以“六六战略”实现“轻、新、精、合” 5
2、战略成果亮眼，跻身“万亿俱乐部” 5
（1）营收及净利润增速提升，2019 年资产首破万亿 5
（2）摆脱不良之困，资产质量明显改善 8
（3）资本紧张得以缓解，充足率逐步提升 9
二、业务基础扎实+市场空间广阔，利润高增可持续 11
（一）零售对公齐头并进，驱动业绩高速增长 11
1、零售业务齐发力 11
（1）拳头产品推动个人消费信贷高速增长 11
（2）小微业务重整旗鼓 12
（3）综合财富平台助力零售条线扭转中收颓势 14
2、对公存贷两开花 16
（1）优化贷款控质量，科技文创扩影响 16
（2）对公存款稳定增长 19
（二）当下方兴未艾，未来前景广阔 20
1、浙江省市场空间较大 20
（1）省内经济体量庞大，杭州银行贷款市场份额上升 20
（2）小微业务及优质对公贷款空间广阔 21
2、贷款质量可控，不良率有望进一步下降 23
三、投资逻辑 25
四、风险提示 26
插图目录 28
表格目录 29

一、依托政府深耕浙江，不良出清业绩优异

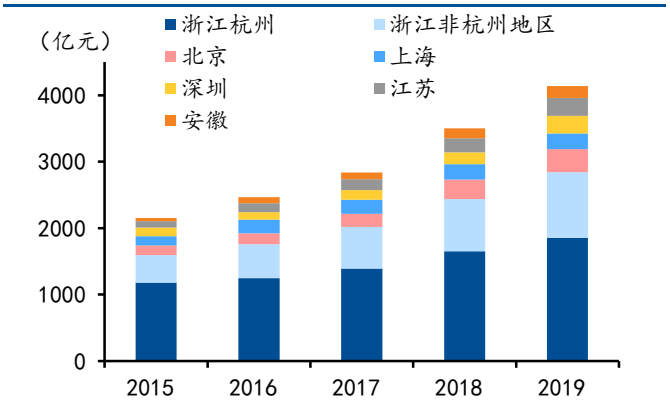
（一）依托财政局的混合所有制城商行

1、城商行定位：深耕浙江，聚焦杭州

杭州银行于 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 10 月于上交所上市。公司自成立以来，始终坚持服务区域经济、中小企业和城乡居民的市场定位，业务聚焦浙江杭州，依托经济总量领先、民营经济活跃的浙江省，植根于经济金融高速发展的长三角地区，持续受益于长江经济带国家战略。

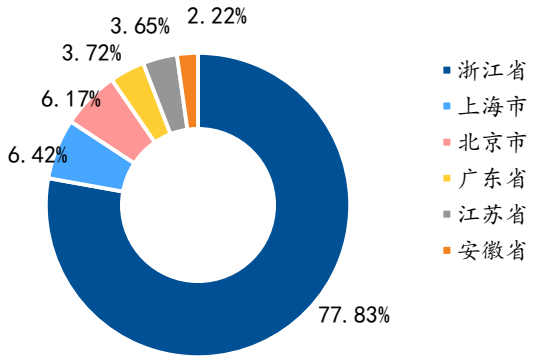
截至 2019 年末，公司共设分支机构 213 家。150 家位于浙江省，资产规模占比 77.83%，其中，101 家（含总行营业部）位于杭州地区；其余 63 家分支机构则分布于北京、深圳、上海、南京及合肥，打造“做精杭州，做强省内，做深长三角，做专北上深”的区域化特色银行。

图 1：杭州银行贷款地区分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：2019 年杭州银行资产规模地区分布

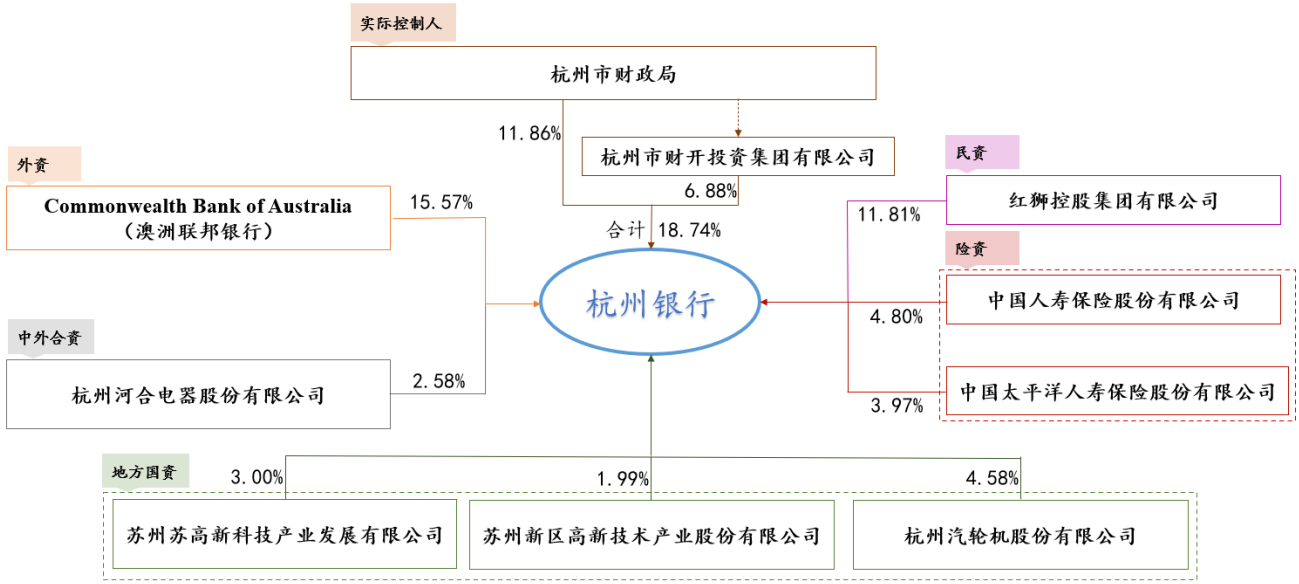


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、股权构成：依托杭州市财政局，借力澳洲联邦银行

杭州银行是具有多元股东背景的混合所有制银行。截至目前，杭州市财政局直接持股 11.86%，杭州市财开投资集团（持股 6.88%）等股东基于行政关系或出资关系成为杭州市财政局的一致行动人，因此，杭州市财政局直接及间接持股公司 18.74%（仅考虑前十大股东），实际控制杭州银行。境外战略投资者澳洲联邦银行持股 15.57%。此外，公司前十大股东还包括：民资企业红狮集团，地方国资企业杭州汽轮机、苏高科和苏州高新，中外合资企业杭州河合电器，以及险资中国人寿保险和中国太平洋人寿保险。

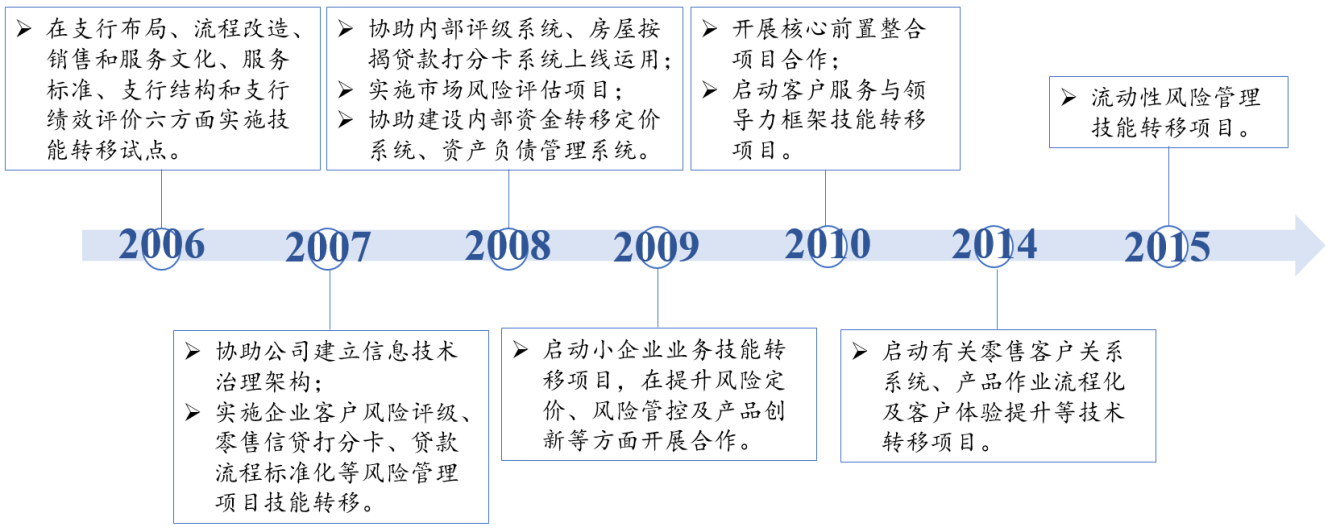
图 3：杭州银行前十大股东情况（截至 2020 年定增后）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

多元股权构成造就了杭州银行各方面的先天优势。杭州市财政局的实际控制使公司天然拥有雄厚的资金实力、坚实的政府支持和优良的业务资源；外资企业的参与使公司得以吸收国际经验，公司与澳洲联邦银行曾签署《技能转移协议》及备忘录，在技能转移、人才引进、业务合作、共同投资等方面开展合作，全面优化公司技术和经营理念；民资企业及地方国企的持股有利于公司与当地企业密切合作；险资的参与体现了长期资金对杭州银行的信心。

图 4：澳洲联邦银行与杭州银行实施技能转移项目



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

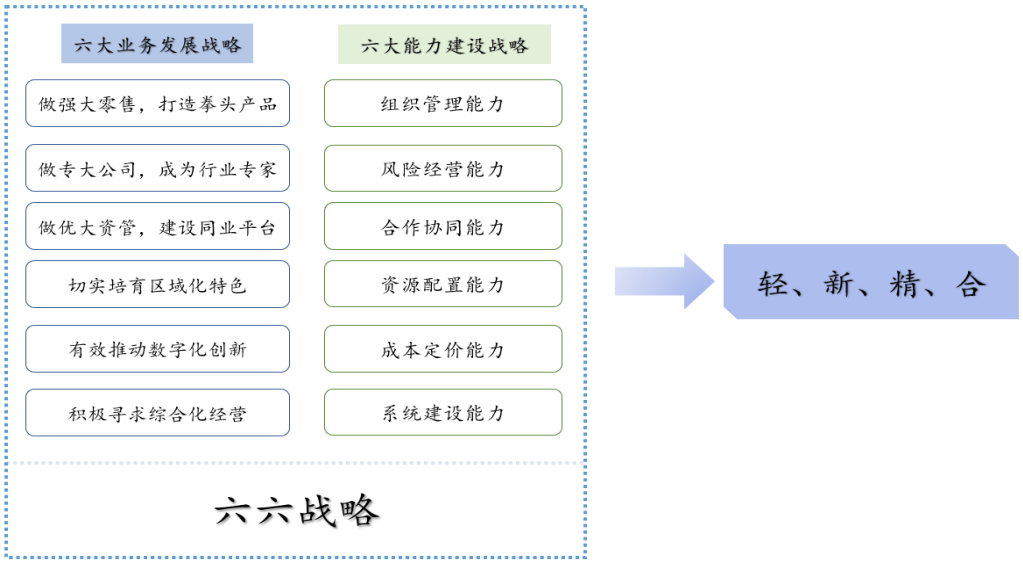
（二）五年战略成效初显

1、2016-2020 战略安排：以“六六战略”实现“轻、新、精、合”

公司通过对宏观环境及自身现状的分析，制定了 2016-2020 五年发展战略，提出通过“六六战略”举措，发展成“轻、新、精、合”的品质银行，即轻资本、轻成本、新模式、新业务、做精简、做精励、强合作、强合规。在具体行动方面，公司制定了“聚焦六大发展战略，发力六项能力建设”战略举措。

“六大发展战略”内容包括做强大零售、做专大公司、做优大资管、培育区域化特色、推动数字化创新和寻求综合化经营；“六项能力建设”则包括加强组织管理、风险经营、合作协同、资源配置、成本定价和系统建设六大能力。杭州银行的业务发展战略中，“大零售”和“大公司”业务的经营成果尤其突出。公司的“做强大零售”战略主要从消费信贷、微贷业务和财富管理业务入手，“做专大公司”战略则主张聚焦八大行业，首批重点关注科技文创、健康医疗和公共服务三大行业。

图 5：杭州银行 2016-2020 年发展战略



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、战略成果亮眼，跻身“万亿俱乐部”

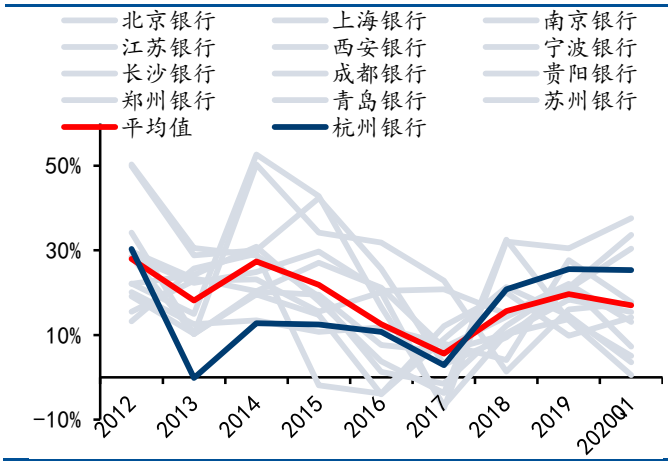
（1）营收及净利润增速提升，2019年资产首破万亿

2013-2016 年，杭州银行业绩增长缓慢，低于上市城商行均值水平。公司生息资产规模长期稳步扩张，一直是推动业绩增长的主要力量，但 2017 年以前，净息差持续收窄、资产质量恶化拖累了业绩增速。此期间内，受利率市场化下竞争加剧和央行降息等因素影响，城商行息差普遍下行，同时，公司资产负债结构中收益率较高的贷款和成本率较低的存款占比下降导致息差进一步收窄，压制营收增长。此外，资产质量恶化蚕食了归母净利润，但正是公司积极计提拨备以出清风险，为此后盈利能力修复奠定了基础。

2017 年后，杭州银行归母净利润增速逐渐迈向上市城商行前列。2017 年，公司净息差

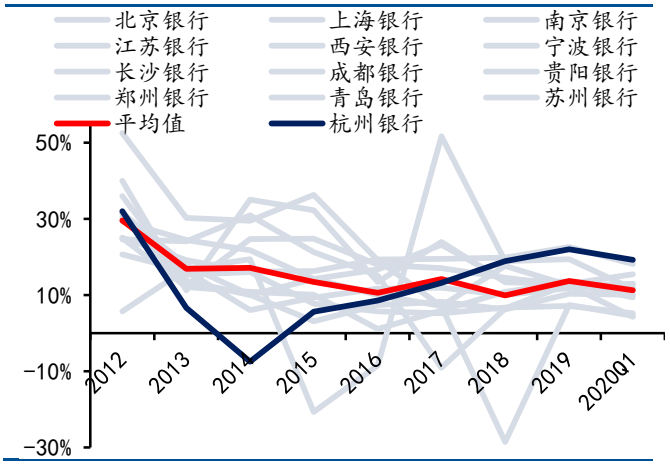
维持下行趋势，主要是由于在去杠杆背景下，市场利率上行导致主动负债成本上升，公司加大主动负债占比导致息差明显收窄。但得益于资产质量的改善，拨备对归母净利润的贡献由负转正，且因免税收入增加 72.03%而大幅受益于税收优惠政策，2017 年归母净利润增速仅低于上市城商行均值 1.06pct。2018-2019 年，城商行平均净息差开始企稳回升，同时，杭州银行优化了资产负债结构，贷款平均余额占生息资产比重从 2017 年 34.38%扩大至 2019 年 39.21%，存款平均余额占计息负债比重亦从 2017 年 57.18%扩大至 2019 年 64.50%，带动公司净息差与行业均值的差距收窄，营收增速逐步超越城商行平均水平而位于前列，2020Q1 营收同比增速达 25.4%。由于资产质量改善，拨备计提对净利润的负贡献减弱，使得归母净利润增速同样表现亮眼，2020Q1 位居上市城商行首位。ROE 亦于 2019 年好转，加权 ROE 达 12.15%，较 2018 年提升 1.14pct。

图 6：杭州银行营收增速在城商行中脱颖而出



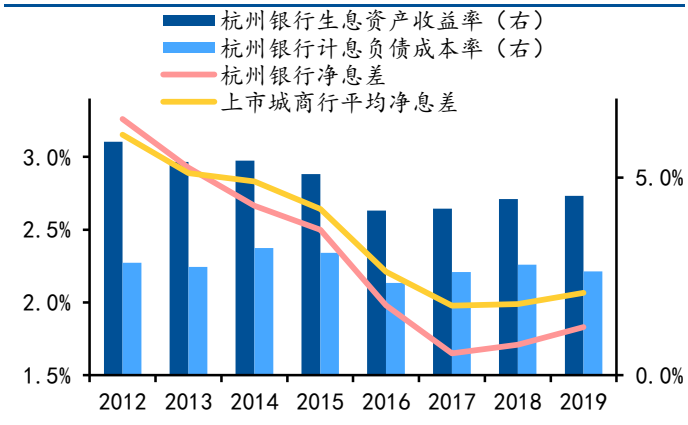
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：杭州银行归母净利润增速亮眼



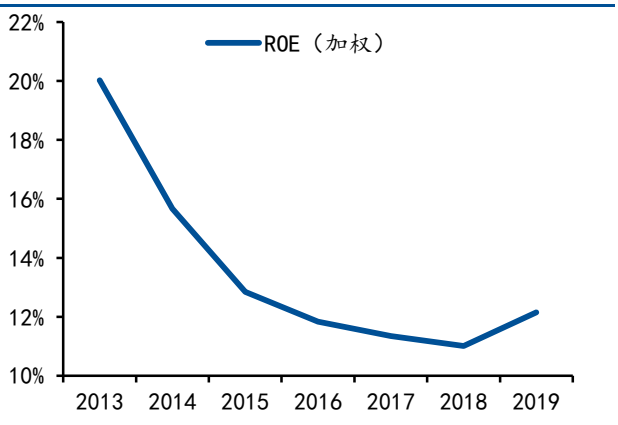
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：杭州银行净息差逐步改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：杭州银行 2019 年 ROE（加权）回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

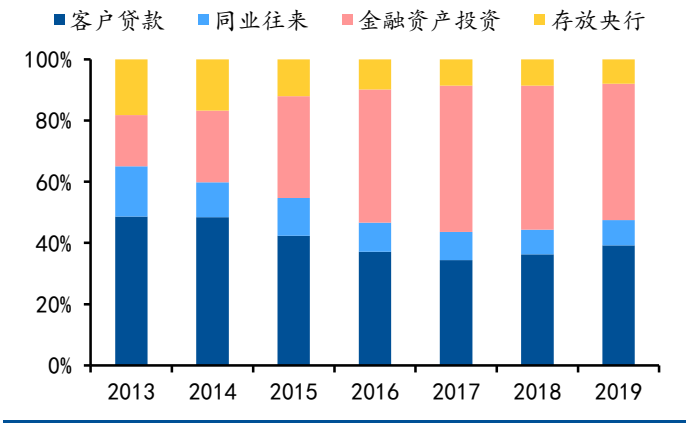
表 1：杭州银行归母净利润增长率的贡献因素拆解

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
生息资产规模	16.79%	14.06%	28.27%	27.20%	24.78%	11.59%	11.94%	12.09%
净息差	-18.02%	-6.71%	-9.04%	-21.74%	-14.70%	14.80%	7.04%	5.10%
非利息净收入	1.10%	5.47%	-6.74%	5.25%	-7.25%	-5.62%	6.56%	8.17%
营业成本	-1.09%	4.40%	-0.13%	10.34%	0.57%	3.47%	2.00%	2.75%
减值损失	7.74%	-26.24%	-8.21%	-16.09%	2.23%	-7.76%	-1.67%	-2.38%
营业外净收入	0.13%	-1.02%	1.47%	-0.72%	0.27%	-0.72%	0.45%	-0.99%
所得税	0.13%	2.48%	-0.09%	3.38%	8.22%	3.20%	-4.32%	-5.46%
少数股东损益	-0.13%	0.14%	0.12%	0.95%	-0.96%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	**6.65%**	**-7.44%**	**5.65%**	**8.56%**	**13.16%**	**18.95%**	**21.99%**	**19.28%**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

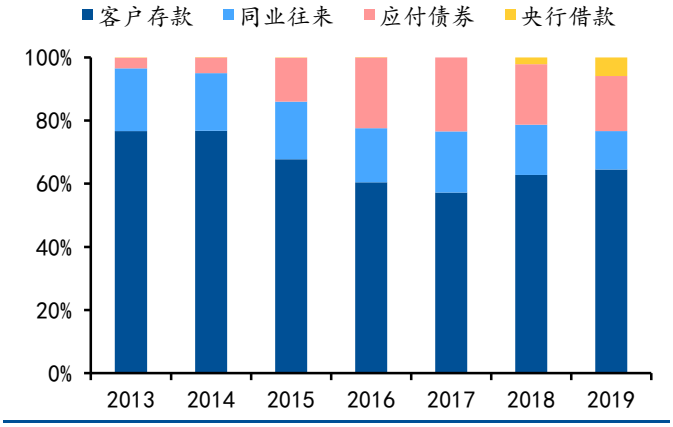
注：（1）当年颜色越深代表贡献程度越高。（2）2019 年由于会计准则变更导致金融资产重分类，同时将部分利息收入调整至投资收益中，因此，为了保证可比性，归因分析中生息资产统一包含交易性金融资产，并把投资收益考虑进利息净收入中。

图 10：杭州银行生息资产平均余额结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

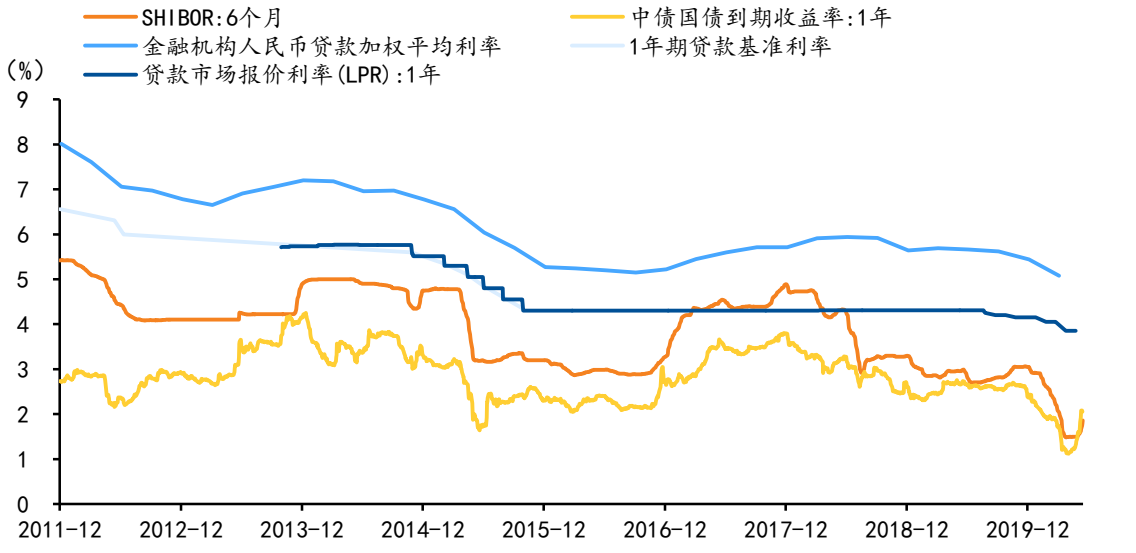
图 11：杭州银行计息负债平均余额结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2019 年由于会计政策变更而对金融资产进行重分类，为了保证可比性，生息资产统一包含交易性金融资产。

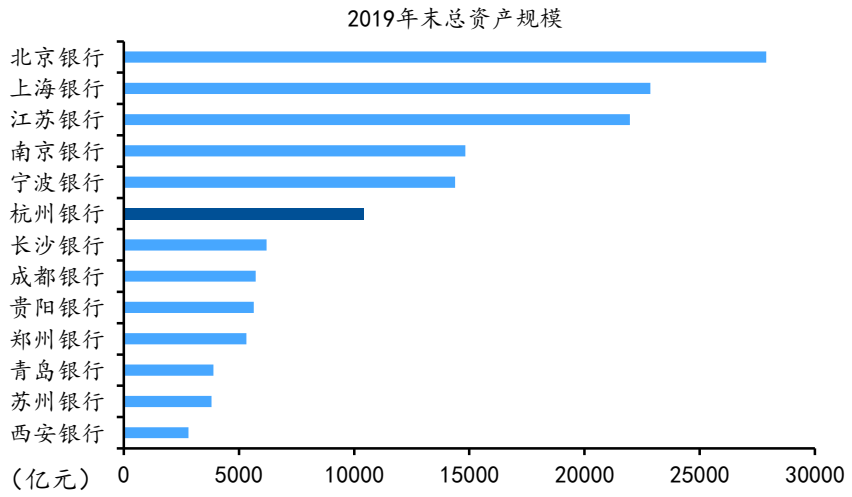
图 12：货币市场利率、国债到期收益率及贷款利率走势图



资料来源：Wind，民生证券研究院

杭州银行资产规模稳定扩张。2013-2019 年公司总资产年均复合增长率 20.16%，2019 年末首破万亿，从曾经业绩低迷的城商行蜕变成规模达万亿量级的高成长银行。目前杭州银行资产规模在上市城商行中排名第六。公司深耕浙江，具有天然的区位优势。浙江省经济体量庞大且快速发展，为公司业务拓展提供了广阔的市场空间。近年来，公司盈利能力快速提升，业绩表现出高增长，仍有较大规模扩张潜力。

图 13：2019 年杭州银行总资产超万亿



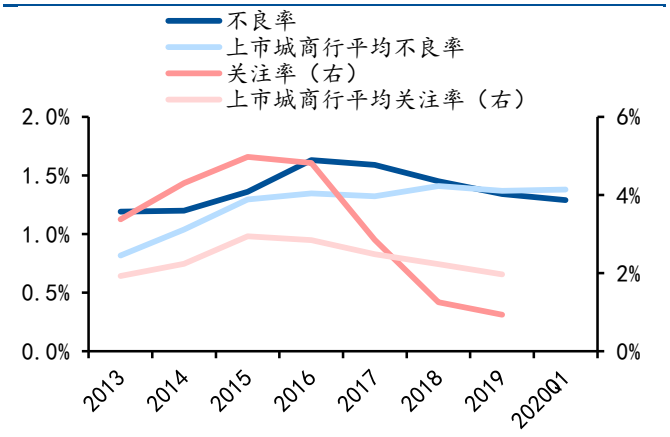
资料来源：Wind，民生证券研究院

（2）摆脱不良之困，资产质量明显改善

2013-2016 年，公司不良率有所上升。整体来看，2013 年至 2016 年，杭州银行不良率及关注率均高于上市城商行平均水平，拨备覆盖率呈现下降趋势。从细分项看，对公贷款质量较稳定，但由于个人经营贷款的信用类贷款占比较大，且客户经营状况受到经济增速放缓、电商冲击等因素影响，个人经营贷款风险上升，带动整体不良率走高。

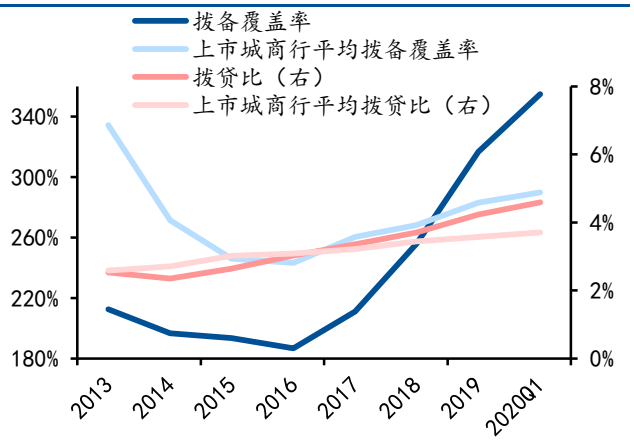
杭州银行主动压降贷款风险，2016 年以后资产质量逐渐向好。公司通过优化客户结构和信贷产品结构、加强信贷全流程管控、加大存量风险资产清收等手段，逐步压降存量贷款风险并严控增量业务风险。不良贷款率及关注率于 2016 年后连续三年回落，逐步摆脱不良资产包袱。截至 2019 年底，个人经营贷款不良率较 2016 年 6 月底大幅下降 9.74pct 至 1.13%，关注率低于上市城商行均值 1.03pct。2020Q1 末整体不良率低于上市城商行均值 9bp。公司拨备覆盖率亦于 2016 年后大幅提升，2020Q1 末拨备覆盖率达 355%，拨贷比 4.6%，均远高于上市城商行平均值，风险抵补能力强。

图 14：杭州银行资产质量改善



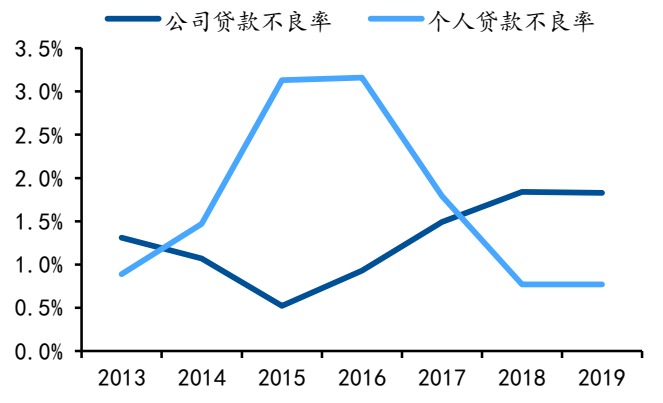
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 15：杭州银行拨备覆盖率与拨贷比双升



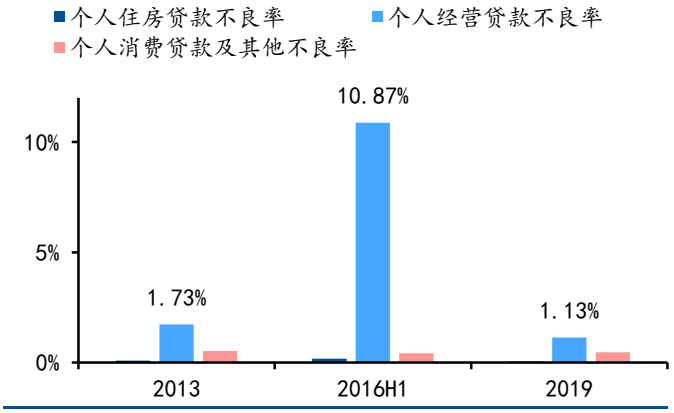
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：杭州银行个人贷款和公司贷款不良率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：杭州银行各项个人贷款不良率



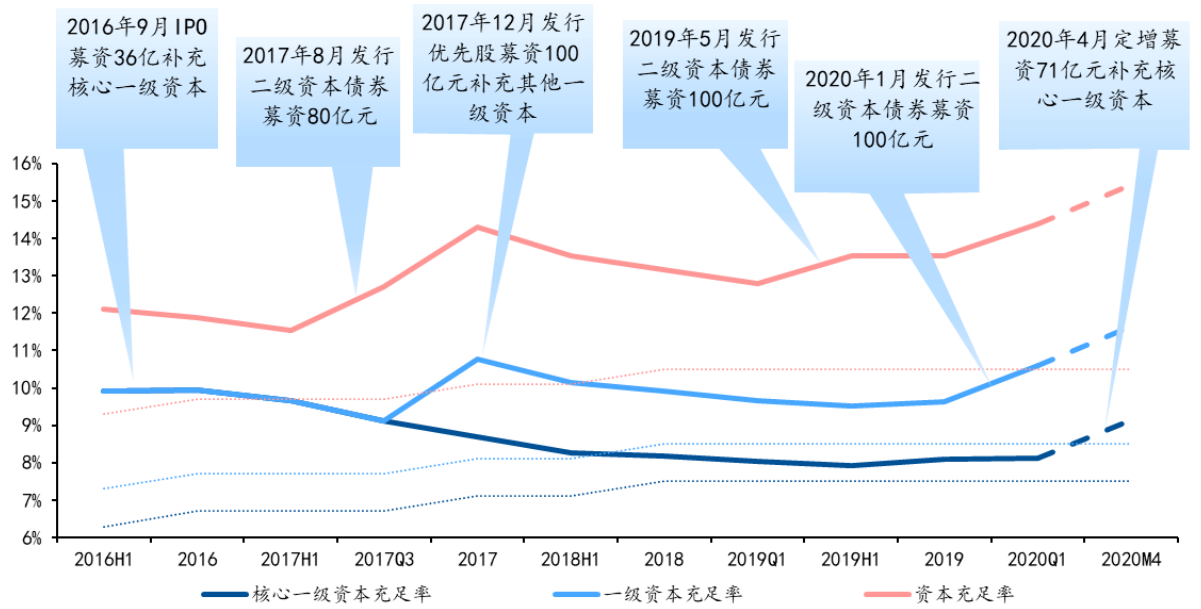
资料来源：公司公告，民生证券研究院

（3）资本紧张得以缓解，充足率逐步提升

2020 年以前，核心一级资本紧张限制了杭州银行进一步扩张。2016 年 IPO 以后，公司通过发行优先股、二级资本债和永续债补充其他一级资本及二级资本，一级资本充足率及资本充足率指标维持在相对充裕的水平，2020Q1 分别高于监管要求底线 2.10pct 和 3.89pct。但核心一级资本长期依靠净利润内源补给。随着风险资产规模持续扩张，公司核心一级资本充足率逐渐趋紧，2020Q1 末核心一级资本充足率仅高于监管红线 62bp。

定增补充核心一级资本，为规模扩张蓄力。今年 4 月，杭州银行以 8.95 元/股的发行价向红狮集团、杭州市财政局、苏高科和苏州高新非公开发行 8 亿股，扣除相关发行费用后净募资 71.32 亿元，全部用于补充核心一级资本。以 2020Q1 末数据静态测算，定增补足资本后，核心一级资本充足率提升 1.04pct 至 9.16%，高于监管红线 1.66pct，资本约束得以有效缓解。由于公司业绩增长主要源于生息资产规模扩张，且目前行业息差整体处于下行趋势，此次定增补足核心一级资本为公司“以量补价”提供了空间，有望推动各项业绩指标持续改善。

图 18：杭州银行逐步缓解资本紧张



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

注：虚线表示该指标监管标准。

表 2：杭州银行定增后资本充足率指标静态测算（以 2020Q1 末为基准）

指标	定增前	定增后
核心一级资本净额（亿元）	553.73	625.04
其他一级资本（亿元）	169.74	169.74
一级资本净额（亿元）	723.47	794.79
二级资本（亿元）	258.29	258.29
资本净额（亿元）	981.76	1053.08
风险加权资产合计（亿元）	6822.63	6822.63
核心一级资本充足率（%）	8.12	9.16
一级资本充足率（%）	10.60	11.65
资本充足率（%）	14.39	15.44

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：（1）定增 8 亿股，扣除相关发行费用后净募资 71.32 亿元，全部用于补充核心一级资本；

（2）因保留两位小数，计算结果存在少许误差

二、业务基础扎实+市场空间广阔，利润高增可持续

（一）零售对公齐头并进，驱动业绩高速增长

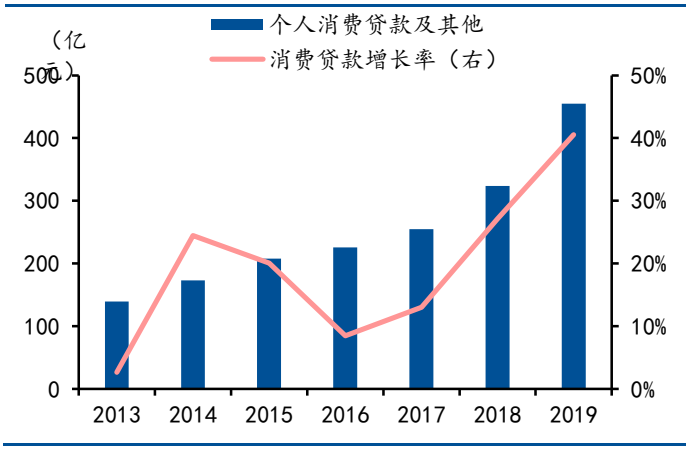
1、零售业务齐发力

杭州银行把“做强大零售”置于战略举措的首位，在利息收入方面聚焦个人消费贷款和微贷业务，在非息收入方面大力发展财富管理业务，逐步巩固零售业务优势。

（1）拳头产品推动个人消费信贷高速增长

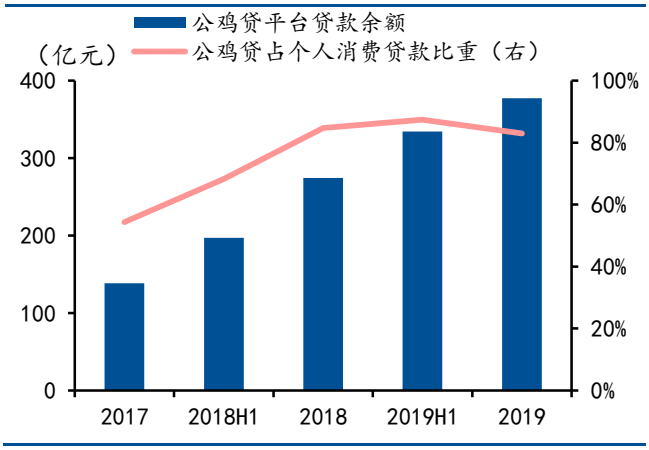
打造“公鸡贷”平台，消费贷款成为零售业务新的增长点。杭州银行在战略中提出以拳头产品推动消费信贷后，于 2017 年推出“公鸡贷”平台，围绕“有薪”客群发展个人消费贷款。“公鸡贷”成功赢得市场青睐，2017-2019 年平台贷款余额年均复合增长率 65.12%，2019 年末贷款余额已达 377.52 亿元，占个人消费贷款（及其他）82.97%。在此驱动下，个人消费贷款同比增长率从 2016 年的 8.46%迅速跃升至 2019 年的 40.56%。

图 19：杭州银行个人消费贷款增速提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 20：“公鸡贷”平台贷款余额快速提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

“公鸡贷”是一款为公积金缴存人群打造的信用贷款平台，其凭借三大优势在市场同质化竞争中脱颖而出：

①采用线上线下融合的模式，提升客户体验同时有效管控风险：“公鸡贷”便捷的线上渠道解决了银行贷款“最后一公里”的痛点，且贷款业务仅在公司分支机构覆盖的地区开放，线上申请后客户经理上门面签，线下触及和地方网点的管理有效降低了贷款风险；

②借助公积金缴纳记录保证客户质量：通过对公积金缴纳记录的审核保证客户群体为具有稳定收入的白领，与目标客户下沉的互联网信贷产品形成差异化竞争，为公司优秀的资产质量奠定基础；

③灵活的还款方式打造双赢局面：按需协议分期+按日计息的还款方式满足了不同客户的需求，有利于公司提高市场渗透率。

图 21：“公鸡贷”产品介绍

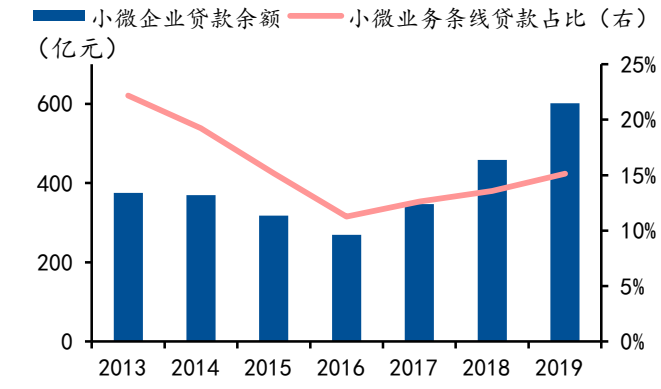


资料来源：杭州银行官网，杭州银行手机银行，民生证券研究院

（2）小微业务重整旗鼓

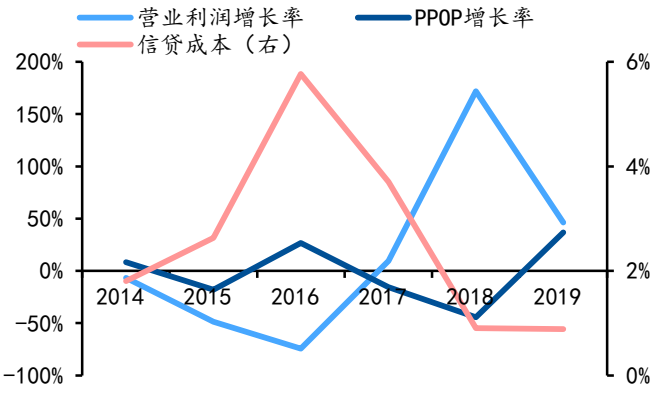
小微业务经历了“刮骨疗伤”后，盈利能力逐步修复。公司在五年战略中提出聚焦定价水平较高的微型贷款，在调节存量贷款结构的基础上控制增量贷款风险，小微贷款余额稳步提升，2016-2019 年均复合增速为 30.67%，占总贷款比重回升至 2019 年 15.13%。在摆脱了不良资产的包袱后，小微金融业务轻装上阵，盈利能力大幅改善。截至 2019 年末，小微贷款不良率 1.34%，信贷成本从 2016 年 5.77%降至 0.89%。小微条线盈利能力得以修复，营业利润增速从 2016 年-74.30%提升至 2019 年 46.19%。小微业务的重振，助力杭州银行提升大零售模块贷款占比，稳定贷款收益率。

图 22：杭州银行小微企业贷款余额及占比回升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：小微金融业务条线盈利能力修复

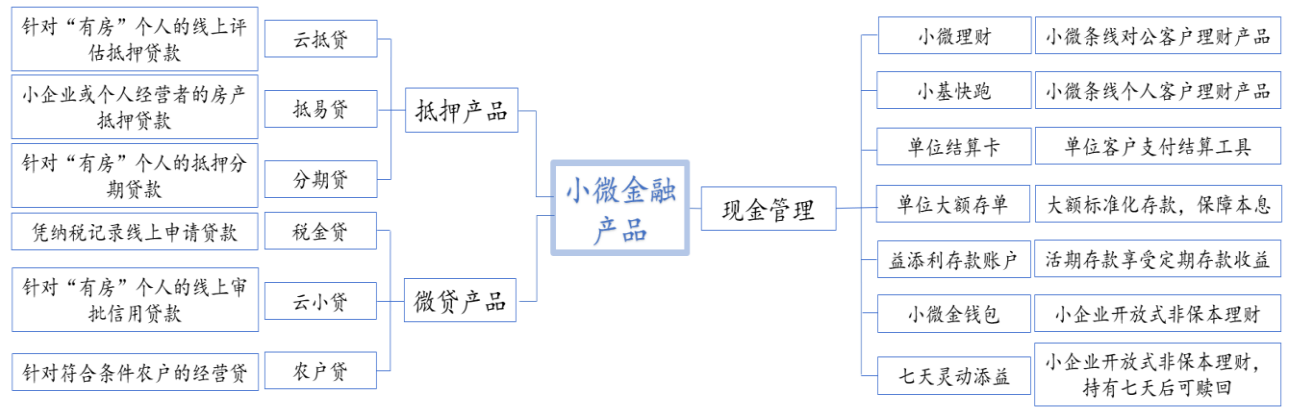


资料来源：公司公告，民生证券研究院

小微业务的好转主要得益于杭州银行打造了完善的小微金融产品体系。一方面，产品设计紧密结合小微企业特征，围绕“信用、数据、抵押”优化小微客户结构。对于 100 万以下的贷款，公司面向拥有优质住房或自建房的个人推出“云小贷”和“农户贷”，面向具有良好纳税记录的小微企业推出“税金贷”；而对于 1000 万以下的贷款，公司针对有房客群设计

了“云抵贷”、“抵易贷”、“分期贷”等抵押产品，严控贷款信用风险。另一方面，小微贷款产品应用大数据、规则引擎决策、电子签名等金融科技技术，及时响应小微客户需求。

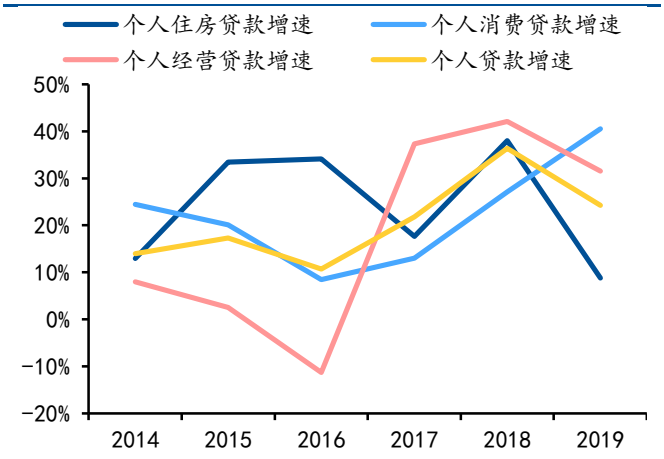
图 24：杭州银行小微金融产品介绍



资料来源：杭州银行官网，民生证券研究院

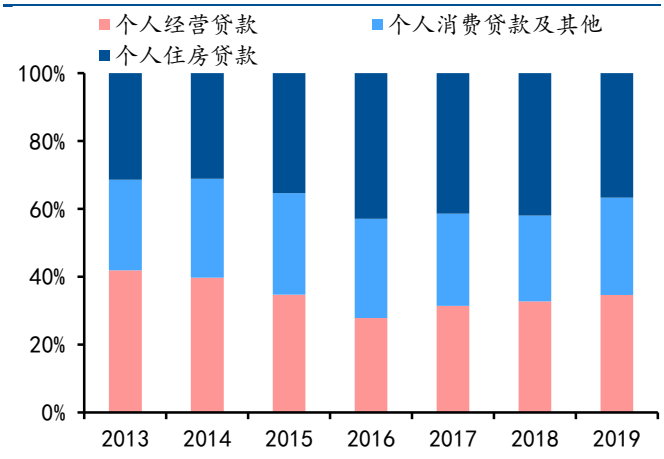
杭州银行个人消费贷款、住房贷款和经营贷款齐发力，推动零售信贷增长。2016 年前，住房贷款是零售贷款增长的主要动力；2016 年后，个人经营贷款及消费贷款增速提升，先后成为主导零售贷款增长的因素，目前个人消费贷款仍保持着非常强劲的增长势头。2019 年末，杭州银行个人贷款已形成住房、消费、经营三分天下的均衡格局。

图 25：各项个人贷款增速变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

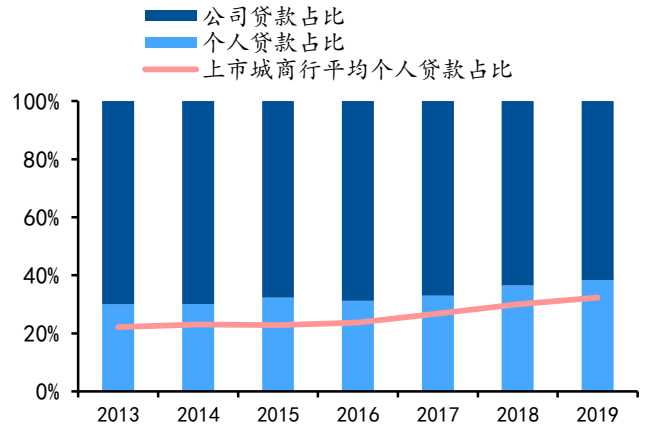
图 26：各项个人贷款结构变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

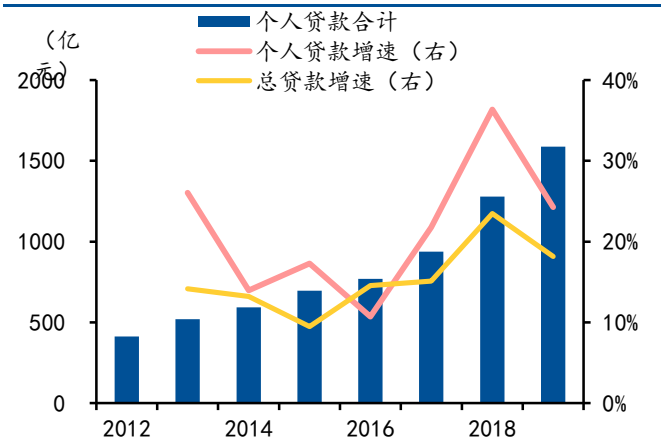
零售贷款增长助力稳定资产端定价。2016-2019 年杭州银行个人贷款年均复合增长 27.30%，推动总贷款年均复合增长 18.85%，个人贷款占比从 31.20%提升至 38.34%，始终高于上市城商行平均水平。由于个人贷款收益率较高，结构优化使整体贷款收益率明显改善。2019 年总贷款平均收益率达 5.50%，环比提升 37bp。从 2017 年低于上市城商行平均水平 23bp 提升至 2019 年与均值持平。近年来，市场利率处于下行趋势，同业资产和债券投资收益率均有所下滑，收益率较高的贷款规模快速增长、占比提升，有利于公司维持生息资产收益率的稳定。

图 27：杭州银行个人贷款占比逐步扩大



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 28：杭州银行个人贷款带动总贷款增长



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：上市城商行生息资产收益率对比

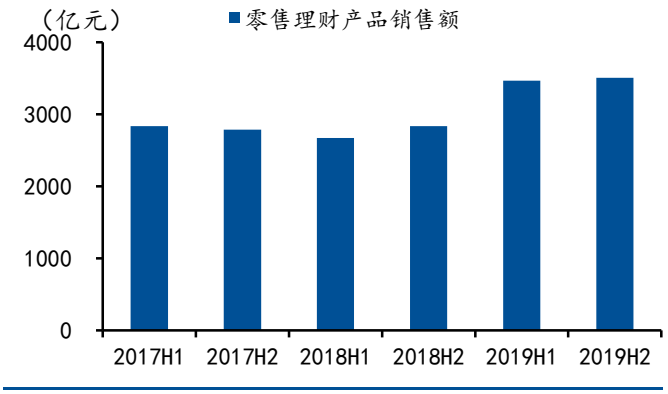
生息资产	贷款及垫款				同业往来			债券及其他投资			生息资产合计		
	2017	2018	2019	2019-2018	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
郑州银行	-	5.78	5.78	0.00	-	3.00	3.05	-	4.97	5.28	-	4.86	5.17
贵阳银行	6.07	5.94	5.84	-0.10	3.03	2.58	2.16	4.84	4.98	5.17	4.77	4.90	5.03
苏州银行	-	5.46	5.64	0.18	-	3.97	3.40	-	4.86	4.96	-	4.75	4.91
南京银行	5.08	5.55	5.75	0.20	3.74	3.45	2.42	4.50	4.80	4.71	4.34	4.70	4.79
宁波银行	5.43	5.78	6.05	0.27	2.65	2.91	2.72	4.66	4.64	4.44	4.52	4.67	4.72
西安银行	-	5.15	5.61	0.46	-	2.84	2.33	-	4.54	4.03	-	4.49	4.63
江苏银行	4.85	5.08	5.32	0.24	3.80	3.59	2.58	4.40	4.50	4.28	4.32	4.50	4.57
杭州银行	4.74	5.13	5.50	0.37	3.79	3.35	2.69	4.36	4.66	4.50	4.22	4.46	4.54
青岛银行	4.75	4.88	5.13	0.25	2.54	2.71	2.74	4.33	4.62	4.64	4.21	4.33	4.52
上海银行	4.49	5.28	5.40	0.12	3.29	4.20	3.55	4.07	4.19	3.91	3.92	4.45	4.44
北京银行	4.47	4.66	4.82	0.16	3.52	3.62	3.03	4.46	4.80	4.52	4.13	4.39	4.36
成都银行	4.85	4.99	5.12	0.13	3.88	3.89	2.54	4.53	4.51	4.42	4.15	4.27	4.31
算术平均值	4.97	5.31	5.50	0.19	3.36	3.34	2.77	4.46	4.67	4.57	4.29	4.56	4.67

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

（3）综合财富平台助力零售条线扭转中收颓势

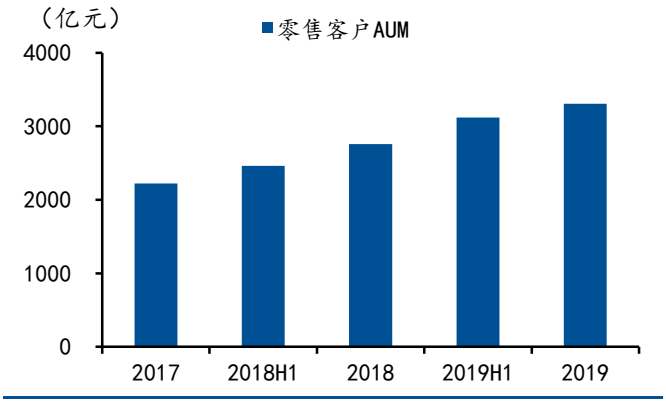
杭州银行积极推动业务向“轻资产”转型。公司在“做强大零售”的战略中强调大力发展财富管理。五年战略实施以来，公司采取了社区营销、客户分层管理等多种举措推进零售理财业务，并积极提升客户服务能力。2017-2019 年，零售理财产品销售额年均复合增长率 11.34%，零售客户 AUM 亦稳步提升，年均复合增长率 21.93%。截止至 2019 年末，有效个人客户数达 576.48 万户，大零售模块战略转型的基础逐步夯实。

图 30：杭州银行零售理财产品销售额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

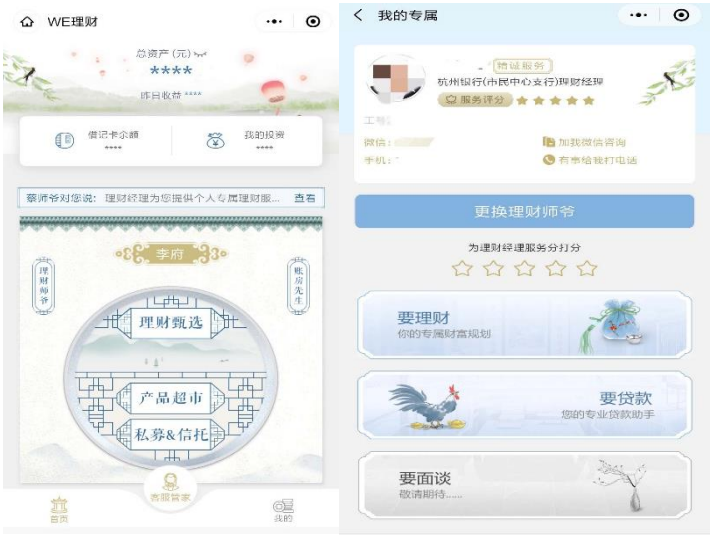
图 31：杭州银行管理零售客户总资产余额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

杭州银行于 2019 年初上线综合财富系统“WE 理财”平台。一方面，平台把理财及私募、信托产品集成于微信小程序，并向用户实时推送市场咨讯，实现微信端一站式查询、申赎理财产品，提升了理财产品推广和客户选购的效率；另一方面，通过客户在小程序端绑定专属理财经理，实现“管户到人，高频互动”。平台创新了客户触达渠道，以低成本的方式提升客群精细化管理水平，助力零售中收明显改善。

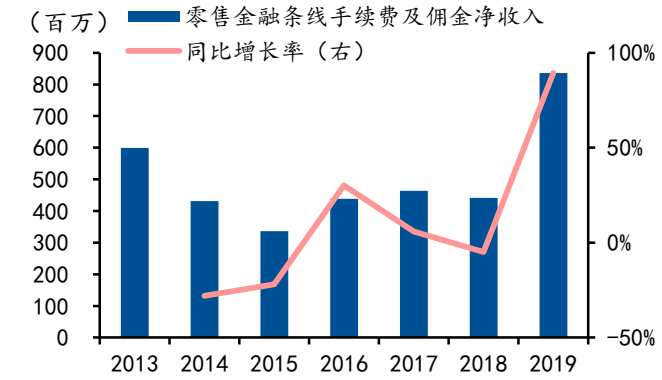
图 32：“WE 理财”平台介绍



资料来源：“WE 理财”微信小程序，民生证券研究院

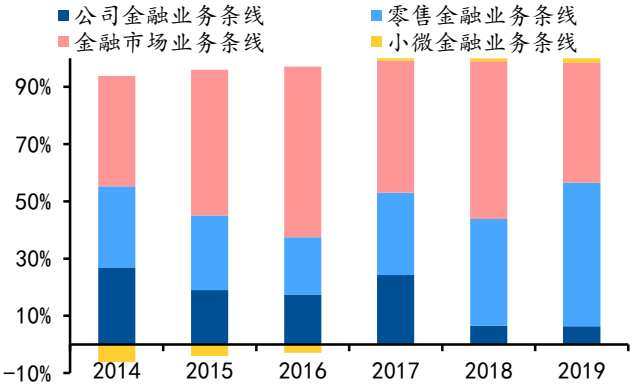
2019 年零售财富管理业务开始发力，成为中收的中流砥柱。“WE 理财”平台上线后，公司零售金融业务条线的手续费及佣金净收入大幅改善，同比增速从 2018 年-4.91%提升至 2019 年 89.37%，占总体中收比重从 2018 年 37.30%扩大至 2019 年 50.19%，带动中收增长率提升 15.10pct 至 2019 年 24.25%。中收占总营收比重亦于 2019 年企稳回升。得益于零售理财手续费收入的增加，托管及其他受托业务成为推动手续费及佣金收入增长的主要贡献点，2019 年同比增长 105.69%，环比大幅提升 156.59pct，占手续费及佣金收入比重达 43.07%。

图 33：杭州银行 2019 年零售条线中收增速大幅提升



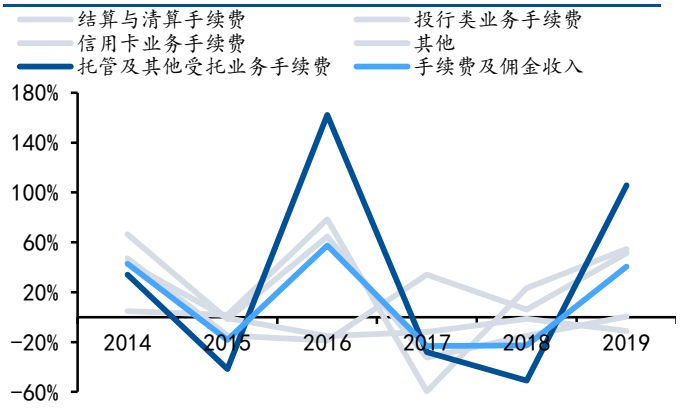
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 34：中收来源逐渐向零售金融条线倾斜



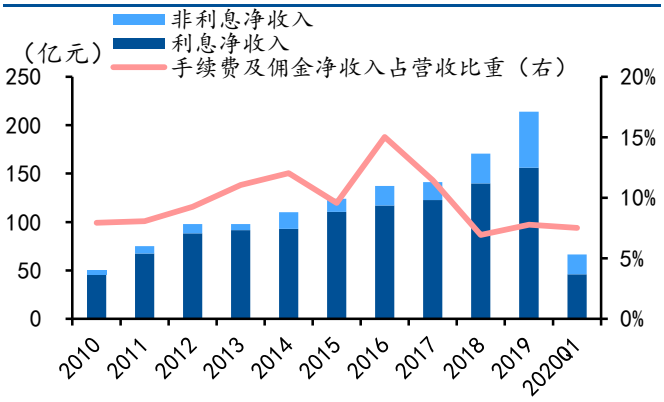
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 35：杭州银行中收及各细分项目增长率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 36：杭州银行中收占比企稳回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

2、对公存贷两开花

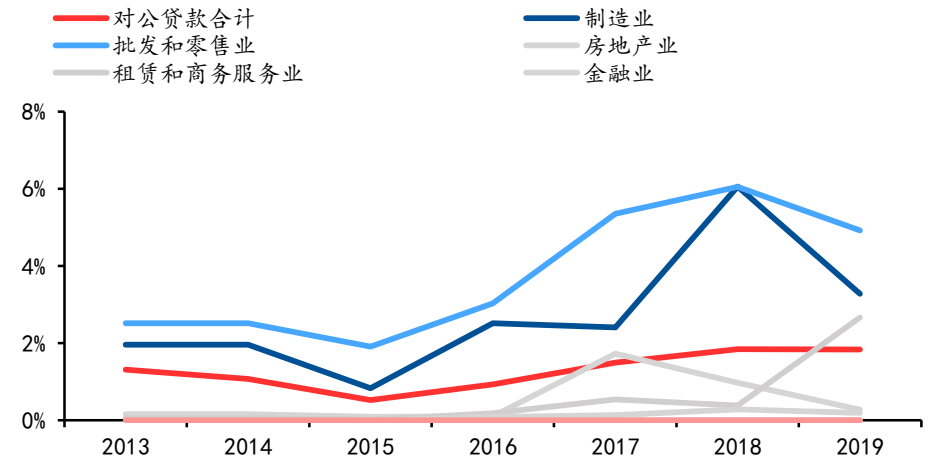
（1）优化贷款控质量，科技文创扩影响

① 对公贷款投放转向低风险行业

杭州银行对公贷款资产质量较好。2019 年对公不良率 1.83%，环比回落 1bp，信用风险可控。杭州银行对公贷款资产质量稳定主要得益于及时根据宏观环境变化调整贷款的行业分布，一方面，压缩制造业、批零业等高风险行业的贷款占比，另一方面加大对低风险行业的贷款投放。

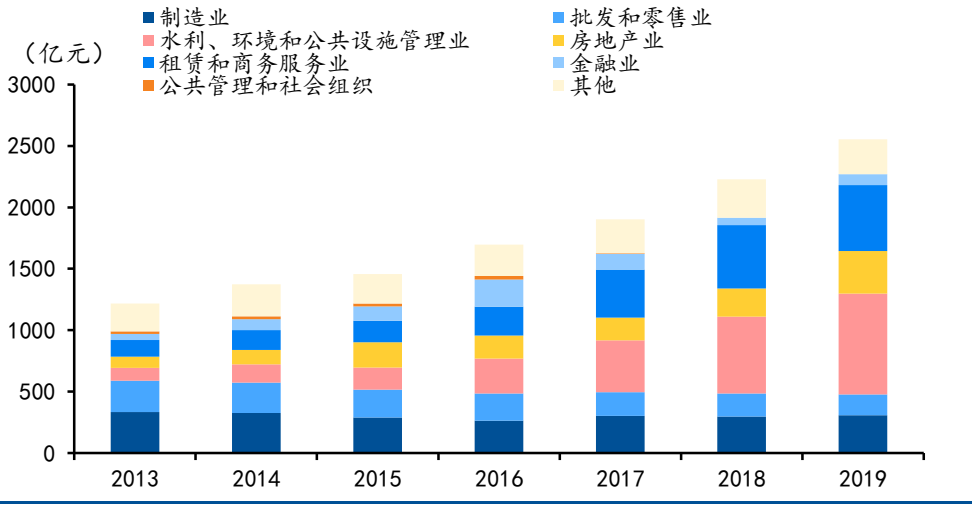
公司在制造业、批发和零售业等高不良率行业贷款占比逐渐减小。受宏观环境形势变化、行业景气度下降、电商冲击、去产能政策及环保政策等因素影响，杭州银行部分制造业及批发零售业客户经营情况恶化，自 2015 年后不良率持续走高。公司顺应经济结构转型，主动减少不符合产业发展方向、技术含量及附加值低的传统制造业和受电商冲击大的低附加值贸易企业的贷款投放，同时加大对存量不良贷款的处置力度。制造业和批发零售业的贷款占比分别从 2013 年的 19.31%和 14.63%下降至 2019 年的 7.44%和 4.11%。

图 37：杭州银行各行业公司贷款不良率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

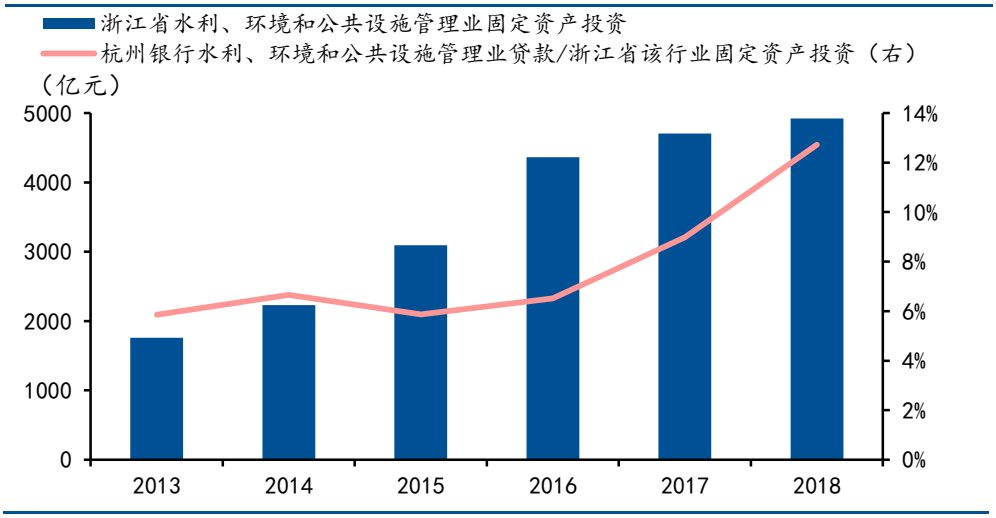
图 38：公司贷款投放行业结构优化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

杭州银行对公贷款投放转向水利、环境和公共设施管理业等低风险行业。浙江地区制造业和商贸行业正处于转型期，传统贷款需求下降。同时，省内水利、环境和公共设施管理业投资需求不断上升，2013-2018 年该行业固定资产投资年均复合增速 22.86%。杭州银行贷款投放逐渐向水利、环境和公共设施管理业倾斜，贷款占比从 2013 年 5.93%增长至 2019 年 19.82%，行业不良率为 0。该行业贷款主要用于支持地方政府基础设施投资需求，具有期限长、收益稳定、客户资质优良等特点，有利于公司在经济下行周期平滑收入，化解信用风险。

图 39：杭州银行在省内水利、环境和公共设施管理业贷款市场份额提升

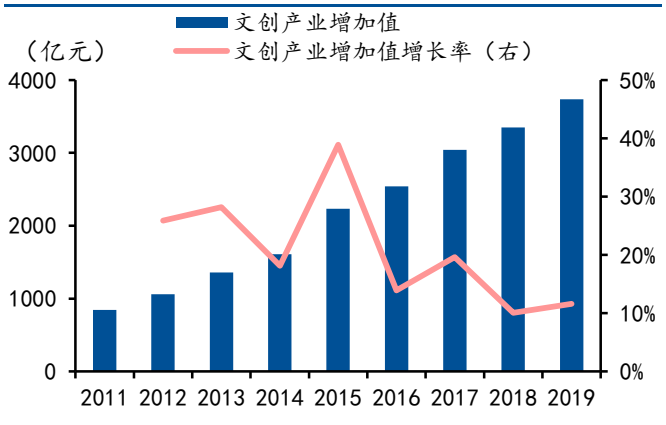


资料来源：公司公告，浙江省统计局，民生证券研究院

② 科技文创业务打造品牌特色

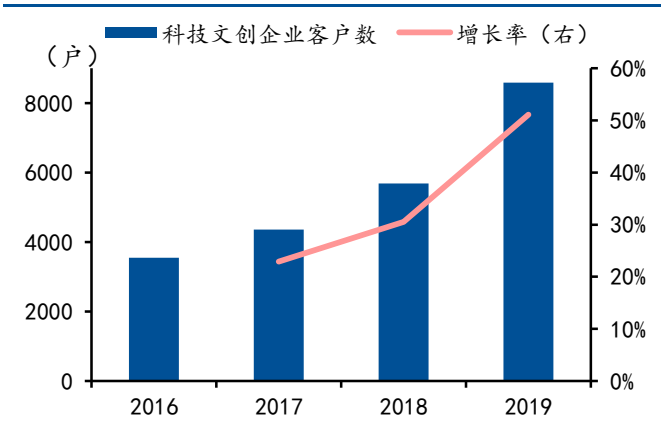
公司精准把握杭州市特色产业，注重科技文创业务的发展。杭州政府在 2016 年提出的“十三五”规划纲要中，把文化创意产业纳入六大产业，提出“1+6”产业集群培育行动，推动文创产业的发展，2016-2019 年杭州该产业增加值年均复合增长率 13.69%。杭州银行抓住文创产业在杭州的发展机会，于“做专大公司”战略中明确首批重点关注科技文创行业。公司服务的科技文创客户数量快速增长，2016-2019 年均复合增长率 34.33%。至 2019 年末，客户数量达到 8591 户，较 2018 年增长 51.12%，表内贷款余额达 226.49 亿元，同比增长 18.58%，占对公贷款比重 8.87%。

图 40：杭州文创产业发展迅速



资料来源：杭州市统计局，民生证券研究院

图 41：杭州银行科技文创企业客户快速增长



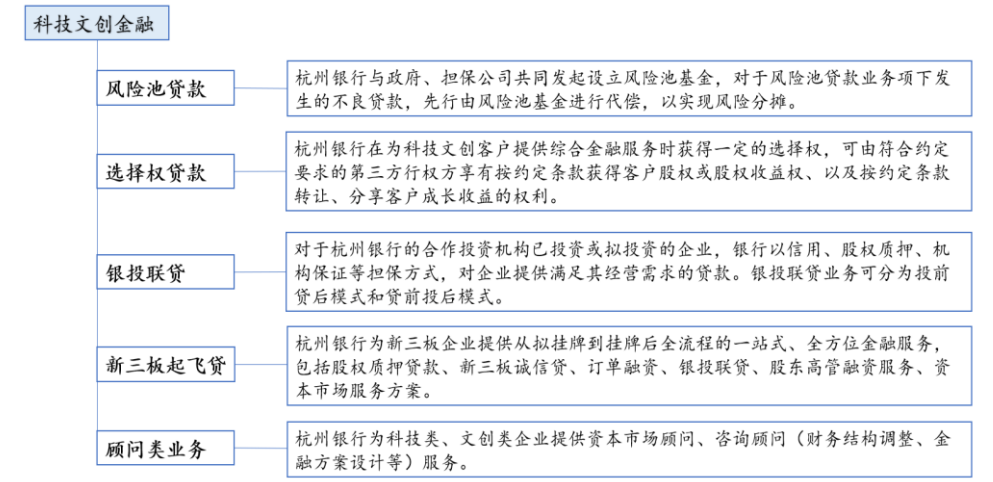
资料来源：公司公告，民生证券研究院

杭州银行科技文创事业在发展壮大的同时，成就了一批潜力客户。在科技事业方面，杭州银行曾为一家致力于纺织业数字化升级的初创企业提供纯信用贷款，目前该企业业务已覆盖 70%的全球排名前 200 的制衣厂；宁波分行曾为某初创医疗器械科技公司提供 1000 万贷款，并通过投贷联动，促成北京清华同方和基金公司联合参与企业 A 轮融资。在文创事业方面，公司曾为《人民的名义》、《我们都要好好的》等影视作品提供支持，并通过投贷联动，

在经纬中国投资果麦文化后授予其信用贷款。

杭州银行科技文创事业的成功主要得益于特色化的专营组织架构和完善的产品服务体系。2015 年，杭州银行成立了科技文创金融事业部，目前公司已形成 1 个总行直属事业部、6 家全国重点地区专营机构、若干特色支行和特色团队的“1+6+N”组织架构，垂直化、扁平化的管理使专营机构根据科技文创企业特点提供专业化服务。公司结合科技文创企业不同阶段的特征，打造完善的产品服务体系，例如针对初创期企业主推“风险池贷款”，发展期企业则以“选择权贷款”、“银投联贷”为主，而针对新三板上市企业则推出“新三板起飞贷”等业务。其中，公司“选择权”业务入选“2019 浙江金融服务十大案例”，品牌影响力逐步扩大。

图 42：杭州银行科技文创金融产品介绍

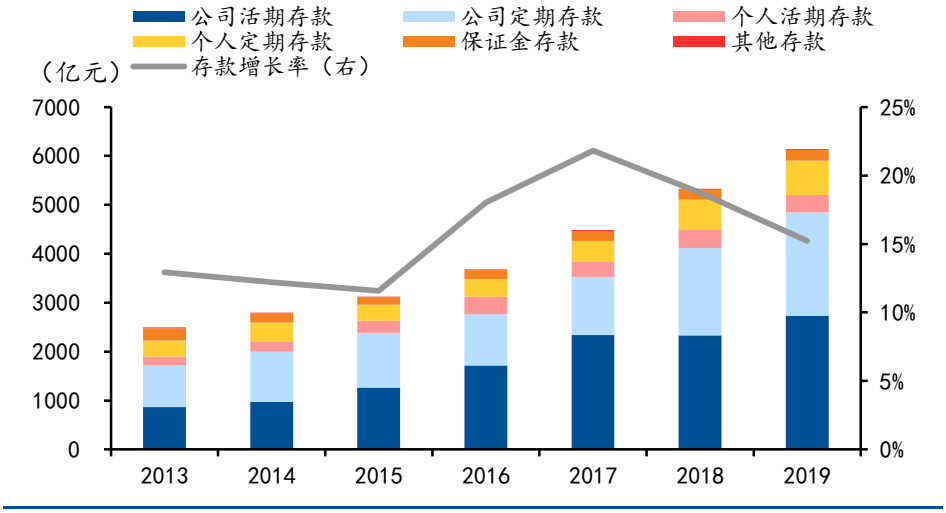


资料来源：杭州银行官网，民生证券研究院

（2）对公存款稳定增长

杭州银行 2016-2019 年对公存款年均复合增长率 20.54%，带动总存款年均复合增长 18.57%，为杭州银行贷款发放提供支撑。即便竞争加剧导致城商行存款利率普遍上行，但客户存款的成本率依然较主动负债低。杭州银行存款在计息负债中的份额从 2018 年 61.41%扩大到 2019 年 63.66%，带动 2019 年计息负债成本率环比下降 17bp，与行业均值差距收窄。对公存款中，增长较快的是定期存款，2017-2019 年均复合增长率 33.10%，推动定期存款占比从 2017 年 35.88%扩大至 2019 年 45.81%。

图 43：杭州银行存款结构及增长率



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

图 44：上市城商行计息负债成本率对比

计息负债	客户存款				同业往来			应付债券及其他			计息负债合计		
	2017	2018	2019	2019-2018	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
成都银行	1.47	1.52	1.70	0.18	3.22	3.14	2.49	4.59	4.30	3.39	1.94	2.06	2.07
宁波银行	1.71	1.80	1.88	0.08	2.67	2.93	2.71	4.31	4.39	3.71	2.35	2.47	2.31
青岛银行	1.76	1.81	1.83	0.02	3.25	3.34	2.87	3.93	4.35	3.52	2.64	2.66	2.42
北京银行	1.60	1.76	1.93	0.17	3.69	3.83	3.12	4.03	4.39	3.67	2.49	2.69	2.50
上海银行	1.86	2.01	2.19	0.18	3.10	3.17	2.81	3.91	4.23	3.20	2.54	2.64	2.51
西安银行	-	1.68	2.10	0.42	-	3.06	2.64	-	4.63	3.54	-	2.49	2.51
苏州银行	-	2.25	2.33	0.08	-	3.78	3.04	-	4.71	3.43	-	2.89	2.62
杭州银行	1.81	2.11	2.33	0.22	3.36	3.34	2.51	3.91	4.55	3.60	2.61	2.80	2.63
贵阳银行	1.35	1.74	2.20	0.46	4.03	4.17	3.27	4.45	4.62	3.59	2.22	2.66	2.66
南京银行	2.06	2.38	2.59	0.21	2.90	2.94	2.39	4.16	4.39	3.65	2.59	2.86	2.81
江苏银行	2.04	2.47	2.55	0.08	4.12	4.14	3.10	4.29	4.43	3.60	2.88	3.15	2.88
郑州银行	-	2.36	2.58	0.22	-	4.28	3.23	-	4.45	3.55	-	3.09	2.89
算术平均值	1.74	1.99	2.18	0.19	3.37	3.51	2.85	4.18	4.45	3.54	2.47	2.71	2.57

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

杭州银行采取了多种措施稳存增存，对公存款迅速增长主要得益于三个方面：一是凭借政府背景这一先天优势，通过公用建设项目融资发挥基础性作用，吸纳政府性存款；二是对上市公司服务能力增强，通过融资客户存款营销、负债类大客户存款营销计划等手段拉动存款增长；三是交易银行业务发展良好，现金管理业务取得进展，票据池签约数和入池量持续扩大，公司采取交易银行产品带动、基础结算客户培育等举措，促进交易银行业务带动基础存款的增长。

（二）当下方兴未艾，未来前景广阔

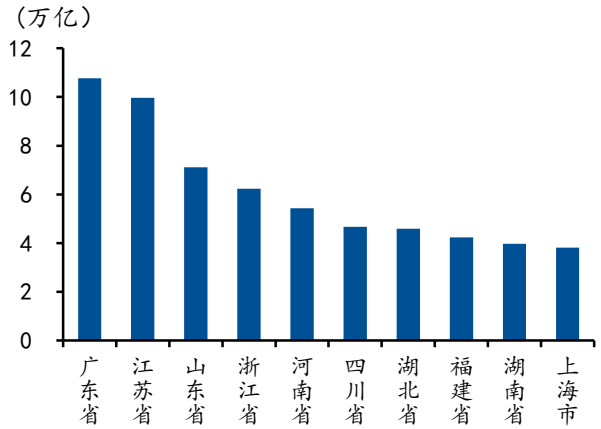
1、浙江省市场空间较大

（1）省内经济体量庞大，杭州银行贷款市场份额上升

浙江省 GDP 在国内各省份中位居第四，金融需求旺盛。2015-2019 年浙江省存、贷款余

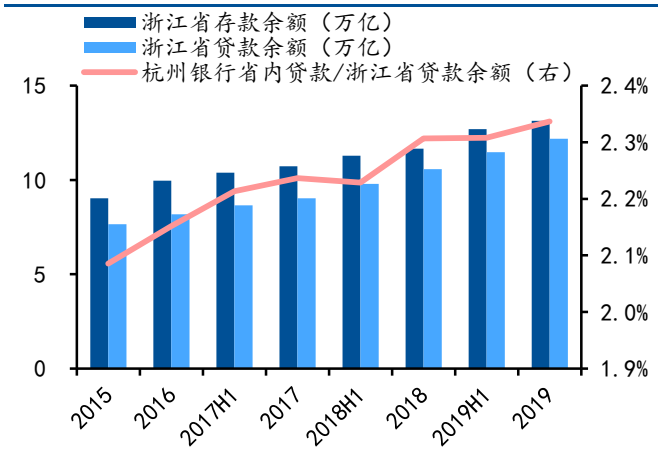
额年均复合增长率分别为 9.81%和 12.33%，省内市场空间较大。近年来杭州银行在浙江省内的贷款市占率从 2015 年 2.09%持续提升至 2019 年 2.34%，但目前仍处于较低水平，未来扩张空间较大。而目前城商行异地扩张存在限制，意味着其在省内的竞争将会加剧。从公司在属地城市以外的浙江地区的市占率来看，杭州银行市场份额较可比城商行高，且呈现逐年上升趋势，说明其影响力不仅局限于杭州地区，在杭州以外的浙江地区也具备较强竞争力。

图 45：浙江省 GDP 在国内位居第四



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

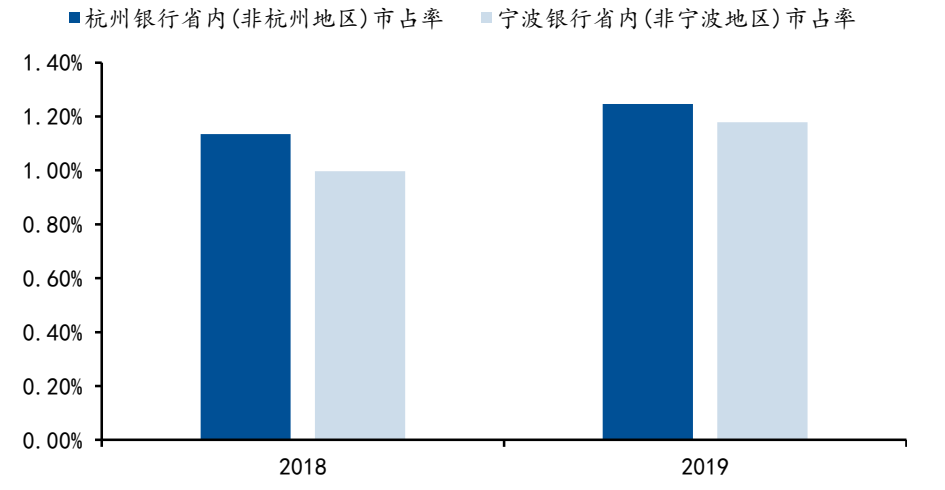
图 46：杭州银行贷款业务在浙江省内市场份额提升



资料来源：公司公告，人民银行杭州中心支行，民生证券研究院

注：浙江省存贷款数据采用金融机构本外币口径。

图 47：杭州银行与宁波银行在浙江省内（属地城市以外）贷款市占率



资料来源：各公司公告，杭州市统计局，宁波市统计局，浙江省统计局，民生证券研究院

（2）小微业务及优质对公贷款空间广阔

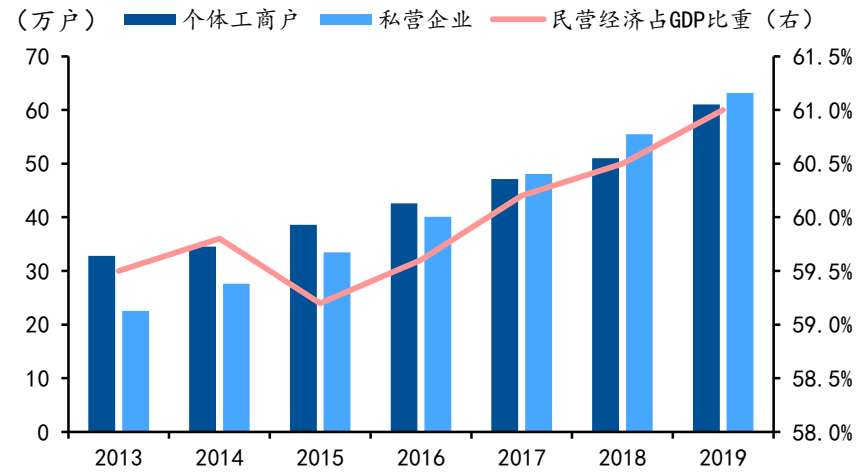
经营范围的限制将促使杭州银行继续深耕省内业务，而公司凭借其特色小微业务和政府背景，在浙江地区具有得天独厚的优势，在省内的市场份额有望进一步提高。

① 民营经济活跃，小微业务土壤肥沃

浙江民营经济发达，以杭州市为例，2019 年末个体工商户达 61 万户，私营企业 63.2 万

户，民营经济占杭州市 GDP 比重 61%，且呈现逐年攀升的趋势，杭州市内乃至浙江省内小微金融业务市场广阔。杭州银行 2019 年末小微金融条线基础客户数 16.58 万户，仅占杭州市个体工商户 27.18%。依托完善的产品体系，公司未来小微金融业务有望继续保持良好发展势头。

图 48：杭州市民营经济发达

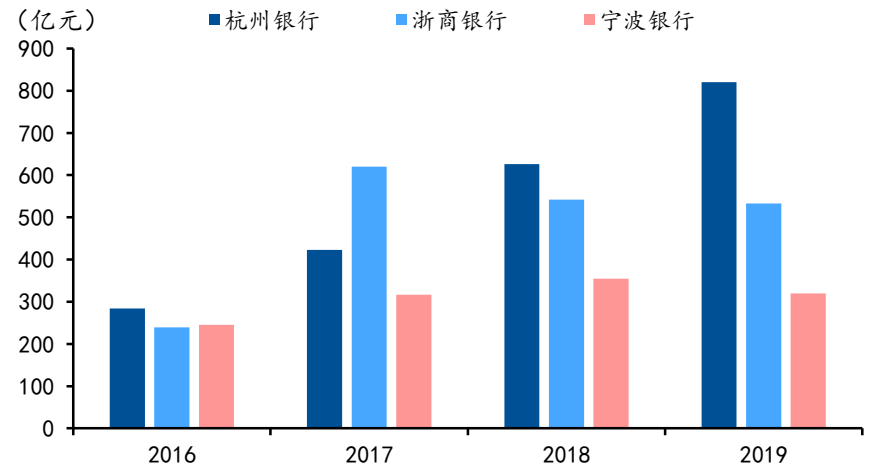


资料来源：杭州市统计局，民生证券研究院

② 省内基建加码，优质项目贷款需求大

近年来，杭州银行在水利、环境和公共设施管理业上的贷款投放优势逐步凸显。截至 2019 年底，公司在水利、环境和公共设施管理业的贷款占浙江省该行业固定资产投资的比重稳步提升至 12.72%，高于可比公司。省政府在 2020 年浙江省国民经济和社会发展计划中指出，生态环保、城市更新和水利设施领域的投资目标增长率为 10%以上，未来水利、环境和公共设施管理业的基建投资将进一步扩张，同时，杭州银行在该行业贷款的市占率有望持续提升，优质资产有较大扩张空间。

图 49：杭州银行水利、环境和公共设施管理业的贷款优势突出



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

得益于省内基建加码，杭州银行对公贷款在其他领域的基建项目亦有广阔的发展空间。2018 年，浙江省政府颁布 2018-2022 年“4+1”重大项目建设计划，为未来五年 2.95 万亿元重大项目建设作出总体安排。2020 年的“4+1”重大项目实施计划中，提出今年将安排“4+1”重大建设项目 712 个，计划投资总额 8155 亿元。此外，据《2020 年省重点建设项目形象进度计划》的数据统计，2020 年浙江省将涉及的重点基建项目 670 项，项目总投资 3.05 万亿，今年将发生投资额四千多亿元。随着政府基建安排的发布，大量基建项目即将落地，杭州银行凭借已积累的客户基础和政府背景，预计将在万亿基建项目中分得一杯羹。

图 50：浙江省“4+1”重大项目建设计划中相关基建安排

2018-2022总体规划			2020年实施计划	
推进301个标志性引领性重大项目，5年计划完成投资2.95万亿元			安排省“4+1”重大建设项目712个，计划投资8155亿元	
4：四大工程包	交通建设	新增轨道运营里程2000公里，建成高速公路1000公里，建成内河航道300公里，沿海港口新增万吨泊位超50个、通过能力2.3亿吨、集装箱通过能力超700万标准箱，新增民用机场旅客吞吐能力5400万人次。	交通建设	安排项目133个，计划投资2458亿元
	生态环境和公共设施	完成干流堤防加固550公里，新增水库总库容5亿立方米，治理江河长度1000公里，小型水库加固400座，山塘综合整治3000座。	生态环境和公共设施	安排生态环保、城市更新和水利设施项目119个，计划投资2455亿元
	高新技术产业	重点推进一批对全省经济转型升级带动性强、对主导产业发展支撑性强的项目。	高新技术产业	安排项目460个，计划投资3242亿元
	PPP项目推介	向社会滚动推介政府和社会资本合作项目，推动民间投资增速高于全省投资平均增速，民间投资占全省投资比例稳步提高。		
1：省市县长项目工程		各级领导及单位负责人牵头招引重大产业项目，力争一批总投资100亿元、50亿元、20亿元左右产业项目落地开工。		

资料来源：浙江省政府官网，民生证券研究院

图 51：2020 年浙江省重点建设项目投资进度计划

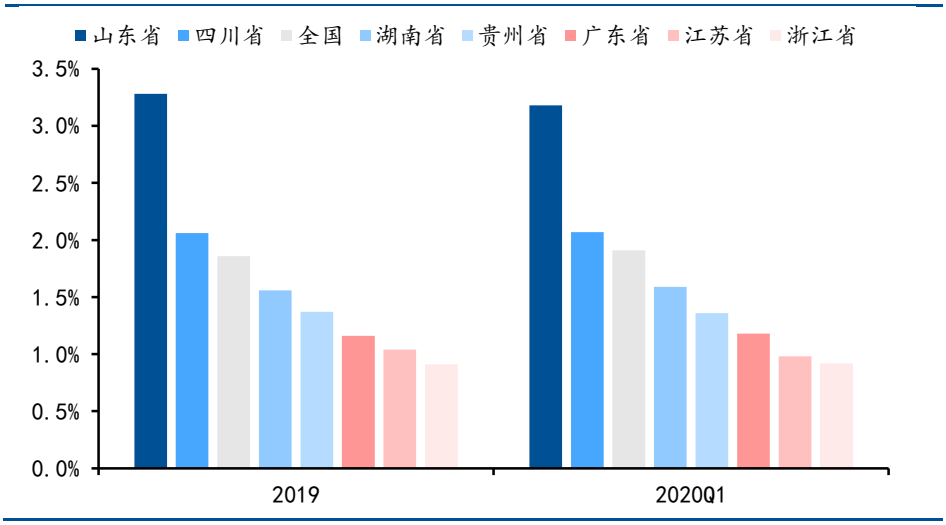
项目类别	合计数量（项）	项目总投资（亿元）	未完成投资（亿元）	2020计划投资（亿元）
农水项目	61	1386.33	681.81	135.68
交通、邮电项目	219	13186.49	8306.37	2407.73
能源项目	25	2759.91	1733.44	509.45
工业项目	146	6624.94	4668.16	713.10
社会发展项目	81	986.68	672.63	211.89
城市建设及基础设施项目	94	3819.84	3149.04	719.45
现代服务业及其他项目	44	1724.59	1161.74	146.24
合计	670	30488.79	20373.18	4843.55

资料来源：浙江省政府官网，民生证券研究院

2、贷款质量可控，不良率有望进一步下降

相较可比省份和全国水平，浙江省银行总体资产质量较好。2020Q1 浙江银行业不良率仅为 0.92%，低于全国水平 0.99pct，拨备覆盖率 405%，高于全国拨备覆盖率 222pct，信用风险较低，风险抵补能力强，有利于公司浙江地区贷款的稳健扩张。

图 52：浙江省银行业不良贷款率较低



资料来源：银保监会，民生证券研究院

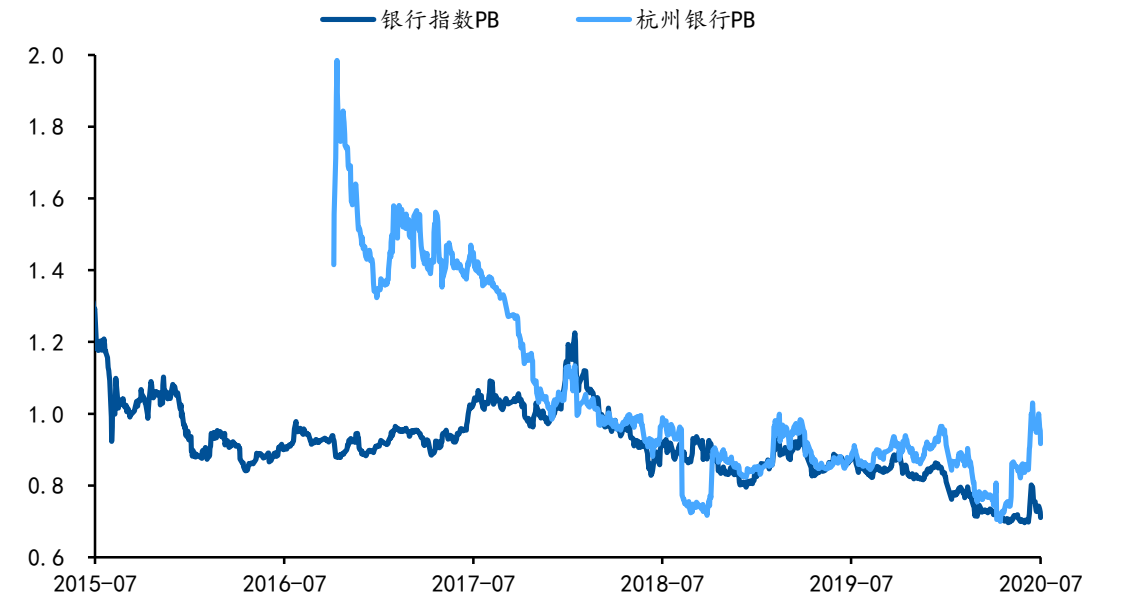
得益于政策利好和客户质量及信贷结构的优化，杭州银行资产质量有望进一步改善。个人贷款方面，住房贷款由于有房产抵押而资产质量通常比较稳定；个人消费贷款则以“有薪”的高质量群体为目标客户，信用风险较低；个人经营贷款主要围绕信用良好或有优质住房的个人发展微贷业务和抵押贷款。虽年初疫情对中小企业经营造成冲击，但 2020 年《政府工作报告》中提出中小企业贷款延期还本付息至明年三月底，从政策层面给予了银行逐步消化信用风险的机会，个人经营贷款风险基本可控。对公贷款方面，贷款投向的行业分布持续优化，与基建项目相关的低风险贷款占比上升，有利于杭州银行对公不良率的进一步下降。2019 年对公不良率环比微降，主要是住宿和餐饮业个别大额客户发生不良，抵消了贷款行业结构优化带来的对公贷款质量改善，但因为该户贷款的担保方式为房产抵押，杭州银行积极进行清收处置，预计影响可控。不良资产出清后，预计未来公司贷款资产质量将进一步好转。

三、投资逻辑

公司基本面表现良好，未来的利润增长同时具备稳固的业务基础和广阔的市场空间。2016 年实施五年战略计划后，一方面，公司不良包袱逐渐化解，不良率及关注率双降，资产质量向好，另一方面，公司业绩亮眼，营收及归母净利润高速增长，ROE 亦于 2018 年后见底回升，2020 四月份定增补充核心一级资本将支撑公司业务进一步扩张。杭州银行打造多元利润中心驱动业绩增长，个人消费贷款发力，小微业务摆脱不良困境而逐渐好转，财富管理业务方兴未艾，公司贷款结构不断优化，对公存款稳步增长。杭州银行业务聚焦于浙江，省内经济体量庞大，金融需求旺盛，且未来将有万亿基建项目落地，大量优质贷款需求在长期内将为公司提供业绩增长的空间。

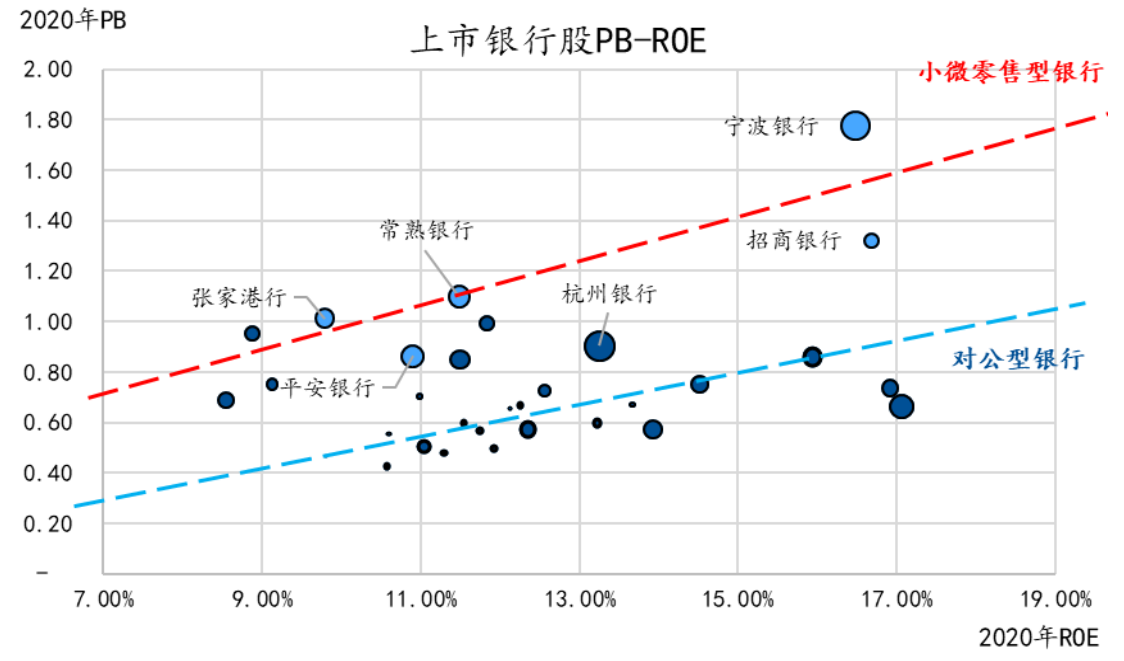
银行板块估值处于历史低位，迎来估值修复行情。截至目前，Wind 银行指数的 PB 估值仅 0.7 倍左右，处于近五年以来的历史低位。2019 年疫情前银行指数的 PB 估值中枢在 0.85 倍附近。但是，由于利率下行且疫情影响逐步消化，银行股 PB 估值回到疫情前的水平再向上突破到 1.1 倍问题不大。在基本面、政策面、资金面三者催化下，银行股估值修复行情已经开启。杭州银行近年来业绩稳定，小微零售业务特色逐渐增强，发展前景广阔。虽然短期内为应对疫情，公司将加强风险出清力度，利润释放节奏预计放缓，但夯实资产质量有助于未来轻装上阵实现快速发展，长期业绩预期保持乐观，建议通过拨备前利润（PPOP）增速、资产质量等相关指标变化判断公司的真实经营情况。我们保守预测公司 2020-2022 年归母净利润增速分别为 3.97%、5.72%、10.86%。2020 年对应 BVPS 为 10.92 元，对应 PB 为 0.86 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图 53：杭州银行近年来的 PB 估值



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 54：杭州银行 PB-ROE



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：气泡宽度为 2020 年一季度归母净利润同比增速

四、风险提示

1、贷款利率下行较快压制息差；

2、部分银行资产质量波动。

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	1,024,070	1,147,065	1,296,327	1,477,827
贷款净额	397,482	445,180	503,054	573,481
债券投资	428,876	480,342	542,786	618,776
总负债	961,526	1,072,320	1,216,193	1,391,622
存款余额	619,976	691,551	784,670	898,331
同业负债	196,502	219,187	248,702	284,726
股东权益	62,545	74,745	80,134	86,205
盈利能力				
ROAA	0.68%	0.63%	0.59%	0.58%
ROAE	13.24%	11.70%	10.76%	10.99%
生息资产收益率	4.05%	4.05%	4.04%	4.03%
计息负债成本率	2.59%	2.58%	2.58%	2.56%
净息差（NIM）	1.63%	1.64%	1.63%	1.62%
成本收入比	30%	29%	29%	29%
成长能力				
贷款	17.8%	12.0%	13.0%	14.0%
存款	16.4%	11.5%	13.5%	14.5%
净利息收入	11.6%	12.6%	11.8%	12.8%
中间业务收入	40.8%	62.0%	62.0%	62.0%
营业费用	21.0%	17.4%	20.9%	23.6%
净利润	22.0%	4.0%	5.7%	10.9%
营业收入结构				
利息占比	72.9%	68.5%	63.4%	57.9%
手续费收入占比	7.8%	10.5%	14.1%	18.5%
业务费用占比	29.6%	29.0%	29.0%	29.0%
计提拨备占比	36.3%	41.3%	45.1%	47.8%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	15,613	17,577	19,658	22,181
手续费净收入	1,665	2,698	4,370	7,080
营业费用	6,337	7,437	8,993	11,117
拨备前利润	15,080	18,200	22,020	27,226
计提减值准备	7,763	10,593	13,979	18,311
所得税	714	742	785	870
净利润	6,602	6,864	7,257	8,045
资本管理				
核心资本	52,410	64,765	70,155	76,226
资本净额	87,810	103,218	112,313	122,890
风险加权资产	648,729	726,644	821,199	936,176
风险加权资产比重	63%	63%	63%	63%
核心一级资本充足率	8.1%	8.9%	8.5%	8.1%
一级资本充足率	9.6%	10.3%	9.8%	9.2%
资本充足率	13.5%	14.2%	13.7%	13.1%
资产质量				
贷款减值准备	17,572	23,825	31,978	42,540
不良贷款额	5,326	5,698	6,188	6,882
不良贷款率	1.34%	1.28%	1.23%	1.20%
拨备覆盖率	317%	397%	486%	575%
拨贷比	4.42%	5.35%	6.36%	7.42%
信用成本	2.30%	2.67%	3.14%	3.64%
估值分析				
PB	1.06	0.86	0.79	0.73
PE	8.41	8.09	7.65	6.90
EPS	1.11	1.16	1.22	1.36
BVPS	8.86	10.92	11.83	12.85
每股股利	0.30	0.31	0.33	0.37
股息收益率	3.2%	3.4%	3.6%	3.9%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：杭州银行贷款地区分布.....3
图 2：2019 年杭州银行资产规模地区分布.....3
图 3：杭州银行前十大股东情况（截至 2020 年定增后）.....4
图 4：澳洲联邦银行与杭州银行实施技能转移项目.....4
图 5：杭州银行 2016-2020 年发展战略.....5
图 6：杭州银行营收增速在城商行中脱颖而出.....6
图 7：杭州银行归母净利润增速亮眼.....6
图 8：杭州银行净息差逐步改善.....6
图 9：杭州银行 2019 年 ROE（加权）回升.....6
图 10：杭州银行生息资产平均余额结构.....7
图 11：杭州银行计息负债平均余额结构.....7
图 13：2019 年杭州银行总资产超万亿.....8
图 14：杭州银行资产质量改善.....9
图 15：杭州银行拨备覆盖率与拨贷比双升.....9
图 16：杭州银行个人贷款和公司贷款不良率.....9
图 17：杭州银行各项个人贷款不良率.....9
图 18：杭州银行逐步缓解资本紧张.....10
图 19：杭州银行个人消费贷款增速提升.....11
图 20：“公鸡贷”平台贷款余额快速提升.....11
图 21：“公鸡贷”产品介绍.....12
图 22：杭州银行小微企业贷款余额及占比回升.....12
图 23：小微金融业务条线盈利能力修复.....12
图 24：杭州银行小微金融产品介绍.....13
图 25：各项个人贷款增速变化.....13
图 26：各项个人贷款结构变化.....13
图 27：杭州银行个人贷款占比逐步扩大.....14
图 28：杭州银行个人贷款带动总贷款增长.....14
图 29：上市城商行生息资产收益率对比.....14
图 30：杭州银行零售理财产品销售额.....15
图 31：杭州银行管理零售客户总资产余额.....15
图 32：“WE 理财”平台介绍.....15
图 33：杭州银行 2019 年零售条线中收增速大幅提升.....16
图 34：中收来源逐渐向零售金融条线倾斜.....16
图 35：杭州银行中收及各细分项目增长率.....16
图 36：杭州银行中收占比企稳回升.....16
图 37：杭州银行各行业公司贷款不良率.....17
图 38：公司贷款投放行业结构优化.....17
图 39：杭州银行在省内水利、环境和公共设施管理业贷款市场份额提升.....18
图 40：杭州文创产业发展迅速.....18
图 41：杭州银行科技文创企业客户快速增长.....18
图 42：杭州银行科技文创金融产品介绍.....19
图 43：杭州银行存款结构及增长率.....20
图 44：上市城商行计息负债成本率对比.....20
图 45：浙江省 GDP 在国内位居第四.....21
图 46：杭州银行贷款业务在浙江省内市场份额提升.....21
图 47：杭州银行与宁波银行在浙江省内（属地城市以外）贷款市占率.....21
图 48：杭州市民营经济发达.....22
图 49：杭州银行水利、环境和公共设施管理业的贷款优势突出.....22
图 50：浙江省“4＋1”重大项目建设计划中相关基建安排.....23
图 51：2020 年浙江省重点建设项目投资进度计划.....23
图 52：浙江省银行业不良贷款率较低.....24
图 53：杭州银行近年来的 PB 估值.....25

图 54：杭州银行 PB-ROE 26

表格目录

表 1：杭州银行归母净利润增长率的贡献因素拆解 7
表 2：杭州银行定增后资本充足率指标静态测算（以 2020Q1 末为基准） 10

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。