

# 杭州银行 (600926.SH)

疫情不改高成长，五年利润 CAGR 超 20%

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	29,361	32,932	36,464	41,737	47,975
增长率 yoy (%)	18.4	12.2	10.7	14.5	14.9
归母净利润 (百万元)	9,261	11,679	14,313	17,182	20,601
增长率 yoy (%)	29.8	26.1	22.6	20.0	19.9
ROE (%)	12.5	9.4	15.5	16.2	17.2
EPS 最新摊薄 (元)	1.43	1.83	2.28	2.76	3.34
P/E (倍)	8.4	6.6	5.3	4.4	3.6
P/B (倍)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

**杭州银行区位优势得天独厚，公司治理良好，战略稳定性强。** 1) 公司超 70% 的网点和信贷资源集中在浙江省内，浙江省民营经济活跃、贸易经济发达、民间富裕度高的环境，造就了融资需求旺盛、贷款利率较高、高净值人群多的特点，为辖内银行经营提供了优渥的土壤；2) 股东稳定且多元化，前十大股东持股比例稳定在 60% 以上，股权结构呈现“小集中、大分散”的特点；3) 市场化机制领先，管理层专业性强，整体班子较为稳定，公司战略的定力和延续性较强。

**对公、零售、小微，均在低风险业务的基础上，培育差异化竞争优势。** 1) 对公：低风险市政业务优势突出，背靠大股东杭州市财政局，基建领域具备相对优势，国企客户占比高。同时依托浙江浓厚的科技创新氛围，不断发展科技文创特色业务；2) 零售：消费金融定位“有薪”和“有房”等低风险优质客群，聚焦个人住房按揭与消费信用贷款，过去三年疫情期间资产质量保持稳定。同时逐步发力轻资本的财富管理业务，以杭银理财为核心、不断加强与市场头部机构合作，丰富产品体系，财富管理业务收入实现跨越式增长；3) 小微：线上线下双轮驱动，在做大抵押基本盘的基础上，逐步向高收益的信用小微方向延伸。

**资产质量优异且持续改善，过去三年不良净生成率保持在同业较低水平。** 公司在 2019 年实现存量风险出清，目前各项资产质量指标位列上市银行第一梯队。公司资产质量持续优化主要得益于：1) 浙江省银行业不良率率先全国出现拐点；2) 贷款以城建类国企、大零售等风险稳定的群体为主；3) 不以风险换发展的理念，风险偏好较低。在市场关注度较高的房地产领域和政府平台贷款，潜在风险隐患较小。

**投资建议：** 杭州银行作为江浙地区优质城商行代表，成长性位于上市城商行第一梯队，未来业绩有望持续保持 20% 复合增长。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别同比增长 22.6%、20.0%、19.9%，公司股价自 2020 年快速修复之后，目前已调整两年有余，当前估值仅 0.76x23PB，首次覆盖给予“买入”评级。

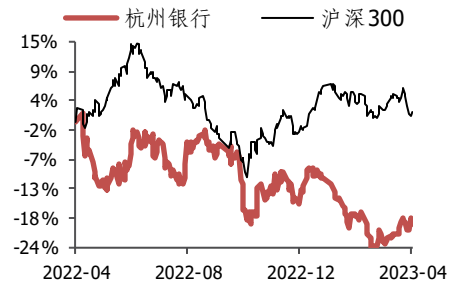
**风险提示：** 经济超预期下行、疫情继续反复、金融让利、地产风险继续暴露。

## 买入 (首次评级)

### 股票信息

行业	银行
2023 年 4 月 27 日收盘价 (元)	12.03
总市值 (百万元)	71,341.31
流通市值 (百万元)	64,513.80
总股本 (百万股)	5,930.28
流通股本 (百万股)	5,362.74
近 3 月日均成交额 (百万元)	262.69

### 股价走势



### 作者

分析师 邹恒超

执业证书编号: S1070519080001

邮箱: zouhengchao@cgws.com

联系人 林宛慧

执业证书编号: S1070122070010

邮箱: linwanhui@cgws.com

### 相关研究

## 内容目录

1. 区位优势明显，公司治理良好，战略稳定性强.....	4
1.1 区位优势：立足杭州，深耕浙江，辐射一线.....	4
1.2 治理机制：股东稳定，结构合理.....	7
1.3 管理机制：市场化促活力，战略定位清晰坚定.....	7
2. 对公、零售、小微：低风险业务基础上，培育差异化优势.....	9
2.1 对公条线：政府客户基本盘，科技文创差异化特色.....	9
2.2 零售条线：发力消费金融和财富管理.....	10
2.3 小微条线：以抵押基本盘为基础，向高收益方向延伸.....	12
3. 资产质量优异，不良率持续改善.....	13
3.1 资产质量的底气：良好的经营区域、业务结构、风险偏好.....	14
3.2 房地产领域和政府平台贷款潜在风险隐患较小.....	15
4. 疫情不改高成长本色，五年 CAGR 超 20%.....	16
4.1 规模：浙江旺盛的信贷需求提供扩张契机.....	17
4.2 息差：零售占比提升推升 2018-2019 息差，目前已见底.....	17
4.3 非息：财富管理、债券承销、托管业务突飞猛进.....	18
4.4 风险成本：不良净生成率大幅回落推动信用成本下行.....	19
5. 盈利预测&投资建议.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议.....	20
风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 浙江省 GDP 过去五年 CAGR 高于全国 0.6pct.....	4
图表 2: 浙江省固定资产投资增速较高.....	4
图表 3: 疫情后浙江省消费复苏较快，韧性较强.....	5
图表 4: 浙江省出口占 GDP 比例是全国的两倍.....	5
图表 5: 2022 年浙江省社会融资规模 3.49 万亿，排名全国第二.....	5
图表 6: 2020-2022 年，浙江省贷款 CAGR 位居全国第一.....	5
图表 7: 浙江省一般贷款加权平均利率高于全国.....	6
图表 8: 2021 年浙江省贷款 LPR 加点占比高于全国.....	6
图表 9: 浙江省千万人民币净资产“高净值家庭”21 万户，全国排名第四.....	6
图表 10: 杭州银行网点和贷款区域分布.....	6
图表 11: 杭州银行前十大股东情况.....	7
图表 12: 人才队伍逐渐专业化，高学历占比明显提升.....	8
图表 13: 杭州银行人均薪酬（万）排名上市城商行第三.....	8
图表 14: 2022 年新任董事长宋剑斌以及多位副行长均由内部成长，新任行长虞利明具备 30 多年金融履职经历.....	8
图表 15: 杭州银行基建类贷款占对公贷款比例不断提升.....	9
图表 16: 杭州银行科技文创金融产品介绍.....	10
图表 17: 杭州银行科技文创金融情况.....	10
图表 18: 杭州银行各项零售贷款占比.....	11
图表 19: 杭州银行公鸡贷 2019 年之前高速增长.....	11
图表 20: 杭州银行理财产品规模增长较快.....	11
图表 21: 1H22 杭州银行理财规模排名上市城商行第 4.....	11

图表 22:	杭州银行零售 AUM .....	12
图表 23:	杭州银行零售 AUM 中非存款占 2/3.....	12
图表 24:	杭州银行小微产品体系 .....	12
图表 25:	杭州银行小微贷款情况 .....	13
图表 26:	9M22 杭州银行不良率 0.77%，与宁波银行并列为上市银行最低.....	13
图表 27:	杭州银行不良率、关注率、逾期率.....	14
图表 28:	2020 年开始杭州银行不良净生成率快速走低.....	14
图表 29:	2022 年末杭州银行拨备覆盖率达到 565%.....	14
图表 30:	2016 年后浙江省商业银行不良率领先全国出现拐点.....	15
图表 31:	杭州银行对公不良率在可比城商行中较低.....	15
图表 32:	杭州银行零售不良率在可比城商行中最低.....	15
图表 33:	杭州银行房地产相关贷款余额、占比、不良率.....	16
图表 34:	2018 年后杭州银行营收增速始终高于同业.....	17
图表 35:	2018 年后杭州银行净利润增速始终高于同业.....	17
图表 36:	杭州银行业绩增长驱动因素分拆.....	17
图表 37:	2018 年后杭州银行贷款增速中枢回到 20%左右.....	17
图表 38:	2017-1H22 杭州银行各项生息资产收益率和计息负债成本率.....	18
图表 39:	杭州银行零售贷款占比 .....	18
图表 40:	2020 年以来 1 年期和 5 年期 LPR 变动.....	18
图表 41:	1H22 杭州银行手续费收入结构.....	19
图表 42:	杭州银行手续费及佣金净收入占营收比例.....	19
图表 43:	伴随着不良净生成率大幅回落，杭州银行信用成本逐渐下行.....	19

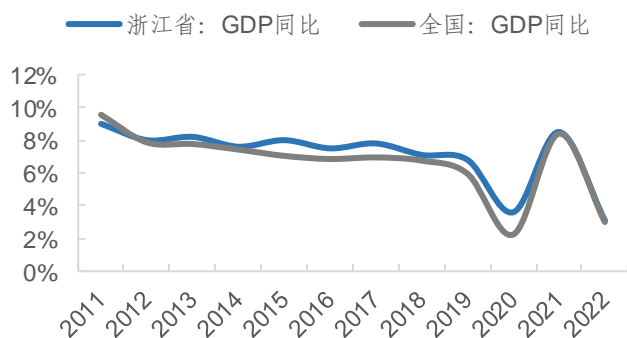
## 1. 区位优势明显，公司治理良好，战略稳定性强

### 1.1 区位优势：立足杭州，深耕浙江，辐射一线

浙江是中国经济最活跃的地区之一，杭州银行区域优势明显。2022 年浙江省 GDP 为 7.77 万亿，排名全国第四，是广东、江苏、山东之后第四个 GDP 迈入万亿美元省份，而世界上经济总量超过 1 万亿美元的国家也只有 18 个。浙江省 GDP 过去五年 CAGR 为 5.8%，高于全国平均增速 0.6pct，固定资产投资 CAGR 为 8.5%，高于全国平均 3.7pct，社会消费品零售总额 CAGR 为 5.7%，高于全国平均 0.9pct。

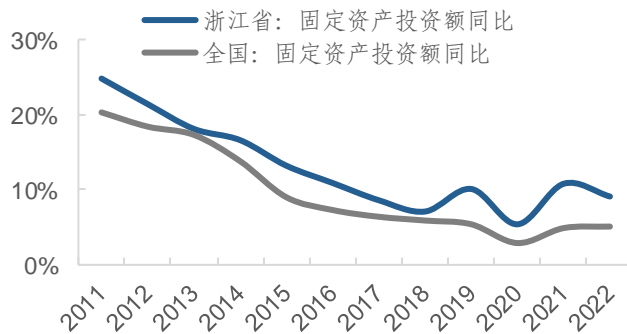
- (1) **民营经济活跃**：浙江的产业结构是民营经济为主，是典型的藏富于民。2021 年浙江民营经济增加值占 GDP 比重为 67%，浙江民营企业、个体工商户分别为 290.4 万户、549.2 万户，根据常住人口推算，“民营老板率”达到每 7-8 人中一个。2021 年中国民营企业 500 强中，107 家浙江企业上榜，企业数量连续 24 年居全国第一。民营经济作为浙江共同富裕的主引擎，近六年来年均增速高于同期 GDP 的年均增速 0.6pct。
- (2) **贸易经济发达**：浙江作为东部沿海省份，较早享受了对外开放的政策红利。2022 年浙江外贸经营主体突破 10 万家，进出口总额 4.68 万亿，居全国第 3 位，出口对全国增长的贡献率达 18.5%，居全国首位。浙江的宁波舟山港是全球第一大港，2022 年货物吞吐量 12.5 亿吨，连续 14 年位列全球首位。
- (3) **民间富裕度高**：浙江被称为中国民富第一省，2022 年浙江城镇、农村居民人均可支配收入分别为 7.13 万元、3.76 万元，分别排名全国第三（仅次于上海、北京）、第二（仅次于上海）。虽然浙江在经济总量上不如广东，人均 GDP 不如江苏，但是在收入分配公平、收入增长率高、人均收入高、经济发展均衡等方面，浙江的民富指数一直领先全国。也正因为富裕程度高、均衡性以及各方面的特点，浙江被选为了首个共同富裕示范区。

图表 1: 浙江省 GDP 过去五年 CAGR 高于全国 0.6pct



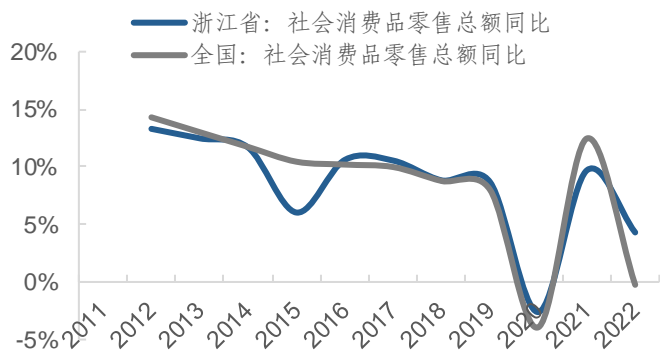
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表 2: 浙江省固定资产投资增速较高



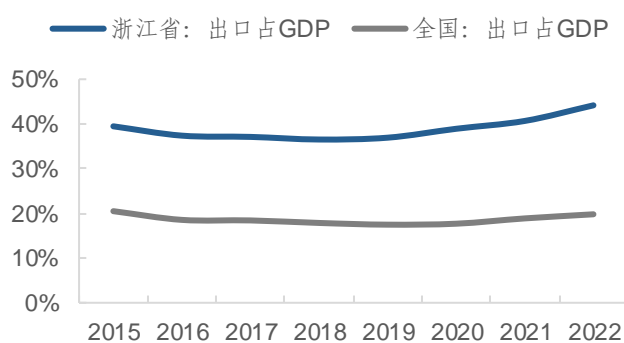
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表3: 疫情后浙江省消费复苏较快, 韧性较强



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

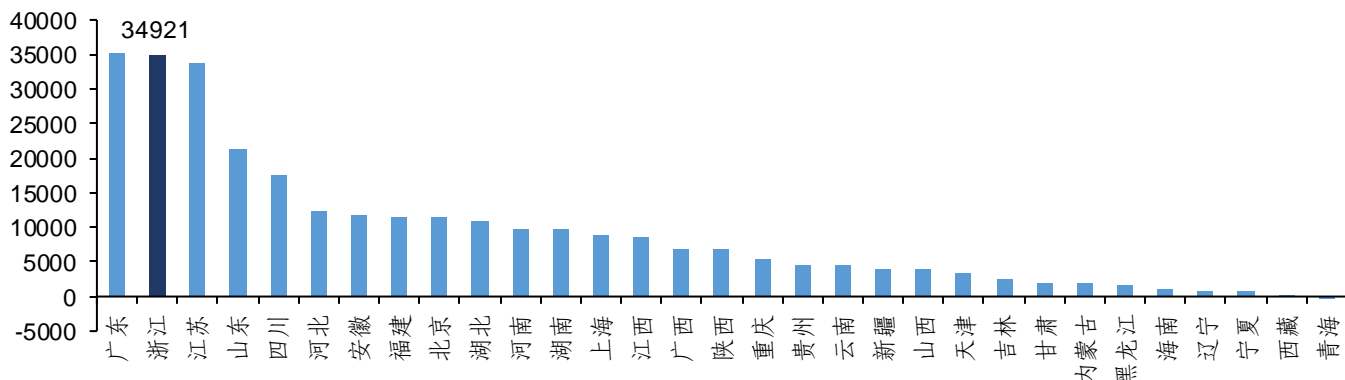
图表4: 浙江省出口占GDP比例是全国的两倍



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

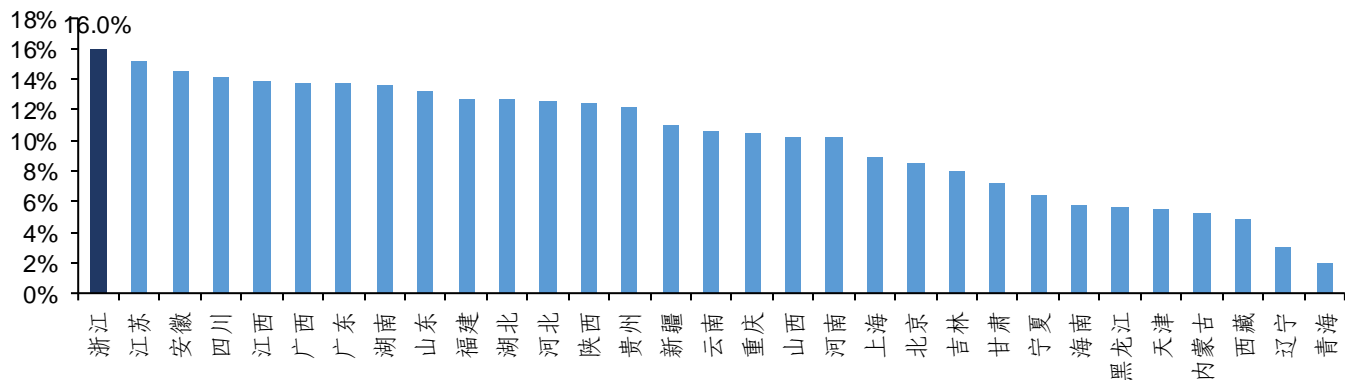
浙江省良好的经济环境为银行业经营提供了优渥的土壤。(1) 融资需求旺盛: 2022 年浙江新增社会融资规模 3.49 万亿, 超过江苏省成为全国第二, 新增贷款 2.4 万亿, 也是全国第二。2020-2022 年, 浙江省贷款 CAGR 为 16%, 位居全国第一; (2) 贷款利率较高: 由于民营经济发达、小微经济活跃等特点, 浙江省一般贷款加权平均利率始终高于全国平均水平, 2021 年浙江省贷款中 LPR 加点占比高出全国 14pct; (3) 高净值人群多: 根据胡润百富发布的《2022 中国高净值人群家族传承报告》, 浙江拥有千万资产的高净值家庭为 21 万户, 位于全国第四, 带来巨大的财富管理需求。

图表5: 2022 年浙江省社会融资规模 3.49 万亿, 排名全国第二



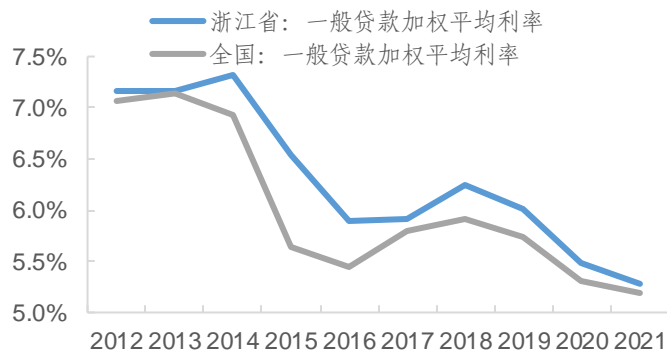
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表6: 2020-2022 年, 浙江省贷款 CAGR 位居全国第一



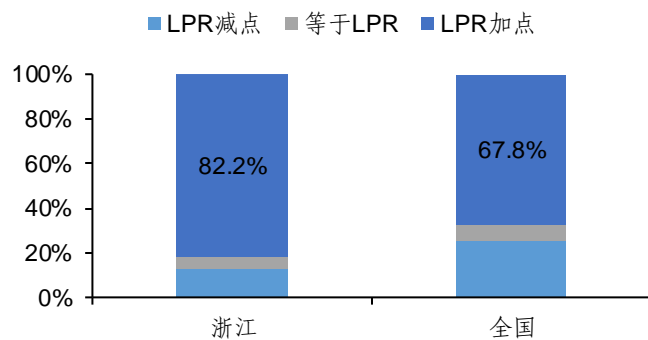
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表7: 浙江省一般贷款加权平均利率高于全国



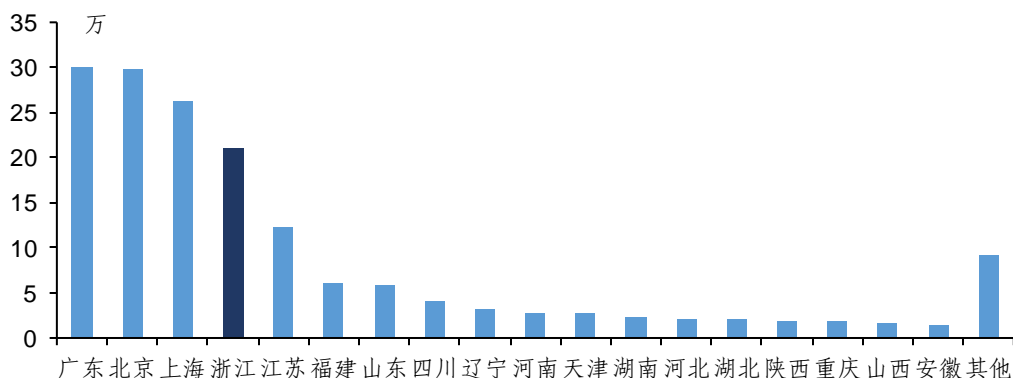
资料来源: 中国人民银行, 长城证券产业金融研究院

图表8: 2021年浙江省贷款LPR加点占比高于全国



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表9: 浙江省千万人民币净资产“高净值家庭”21万户, 全国排名第四



资料来源: 《2022中国高净值人群家族传承报告》, 长城证券产业金融研究院

杭州银行立足杭州、深耕浙江, 省外覆盖北京、上海、深圳、南京、合肥这些经济发展最快、最有活力的区域。2022年上半年末, 公司超过70%的网点和信贷资源集中在浙江省内, 其中杭州市超过40%, 剩下不到30%的网点和信贷分布在北京、上海、深圳、南京、合肥。公司在“二二五五”战略的区域发展规划中, (1) 首先深耕杭州, 杭州的发展情况优于省内其他地市和省外分行; (2) 其次省内新增业务有了结构性的变化, 绍兴、嘉兴、湖州存款贷款业务增速最快; (3) 最后省外由于文化、品牌、业务拓展与省内存在差异, 省外分行的发展步伐会慢于省内分行, 但是也有了可喜的变化, 南京、合肥发展较好, 北京呈现较好的发展动能, 上海、深圳竞争相对激烈。公司省外业务均没有资产质量包袱, 具备加快发展的条件, 未来公司省外业务将融合当地文化、企业情况因地制宜, 在区域结构上作更好的安排。

图表10: 杭州银行网点和贷款区域分布

	1H22 网点数 (个)	占比	贷款余额 (亿)	占比
浙江	176	71.8%	4,944	74.7%
其中: 杭州	107	43.7%	2,860	43.2%
北京	17	6.9%	402	6.1%
上海	16	6.5%	281	4.2%
深圳	12	4.9%	280	4.2%
南京	14	5.7%	417	6.3%
合肥	10	4.1%	293	4.4%
合计	245	100%	6,616	100%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 1.2 治理机制：股东稳定，结构合理

股东稳定而多元化，优异基本面吸引更多长期投资者。公司前十大股东持股比例稳定在60%以上，股权结构呈现“小集中、大分散”的特点，前四大股东包括国资、民营和外资，既有利于避免股权过度集中，也防止股权过于分散导致决策效率低下。（1）股权结构多元化，给予了公司多方面的优势资源。第一大股东为杭州市财政局，给公司提供了市政业务支持；第二大股东为红狮控股集团有限公司，是中国500强企业，以水泥为主业，能够串联起产业链的上下游企业，增强杭州银行与当地企业的密切合作；第四大股东为澳洲联邦银行，为公司提供国际先进的技术和经营管理经验；（2）长期投资者持股量上升，公募、私募、养老基金、社保基金等长期投资者增持公司股票，看好未来发展，持股基金数较2020年初有了质的飞跃。

图表11：杭州银行前十大股东情况

前十大股东名称	持股比例	股东性质
杭州市财政局	11.86%	国家
红狮控股集团有限公司	11.81%	境内非国有法人
杭州市财开投资集团有限公司	6.88%	国有法人
Commonwealth Bank of Australia	5.56%	境外法人
杭州市城市建设投资集团有限公司	5.00%	国有法人
杭州市交通投资集团有限公司	5.00%	国有法人
杭州汽轮机股份有限公司	4.58%	国有法人
中国人寿保险股份有限公司	3.86%	国有法人
苏州苏高新科技产业发展有限公司	3.00%	国有法人
香港中央结算有限公司	2.60%	境外法人
合计	60.15%	

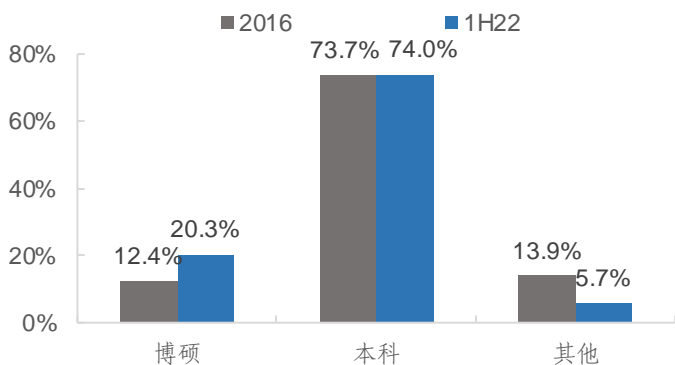
资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

股权结构持续优化，助力公司业务开展。（1）外资减持，国资接棒，增强公司在市政领域的优势：曾为杭州银行第一大股东的澳洲联邦银行于2022年6月末减持了该行10%的股份，杭州市城市建设投资集团和杭州市交通投资集团分别受让5%，两位新股东均为杭州市城市基础设施的大型投资与营运主体，有助于公司在民生、基建领域打开增长空间；（2）2月13日，股东杭州市财政局与杭州市财开投资集团、杭州余杭金控集团等7家股东解除一致行动关系，权益变动后，公司实际控制人由杭州市财政局变为无实际控制人，此举意味着公司朝市场化更进一步，有利于优化公司的股权结构，完善法人治理结构。

## 1.3 管理机制：市场化促活力，战略定位清晰坚定

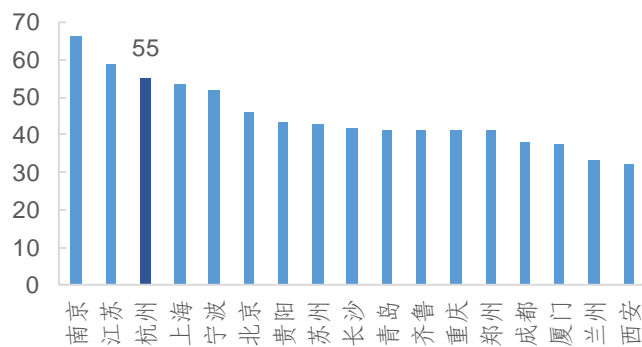
人才队伍年轻有才，激励到位促活力。公司2017年在杭州国企中率先试点高管职业经理人制度，市场化激励机制带来源头活水，人才队伍逐渐趋于年轻化与专业化，薪资走高的同时，人才的综合素质也在提升。（1）人才队伍年轻且学历高：2020年下半年开始，除了新任行长虞利明外，高管全部为70后，1H22员工中博硕士研究生的比例明显提高，较2016年提高7.9pct；（2）高薪激励促活力：上市城商行中，2021年杭州银行的员工人均薪酬排名第三。

图表12: 人才队伍逐渐专业化, 高学历占比明显提升



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表13: 杭州银行人均薪酬(万)排名上市城商行第三



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**管理层专业性强, 战略定位清晰坚定。**行内高管均具有多年的银行工作经历, 专业性较强, 整体班子较为稳定, 战略定力较强。(1)除了新任行长虞利明外, 董事长宋剑斌以及多位副行长均由内部成长, 熟悉公司文化与工作风格, 有利于保持行内战略定力。而新任行长虞利明来自杭州市属国企, 且拥有 30 多年的金融履职经历, 具有较强的专业素养;(2)战略定位清晰, 公司不以风险换发展, 只做自己看得懂的业务, 不贪大, 不求全, 谋取细分市场的竞争优势。制定的“2021-2025 发展战略规划”, 仍然是以客户为核心, 以对公业务为压舱石, 向零售、小微延伸, 在此基础上积极调整业务结构, 实现长期稳定的高质量增长。

图表14: 2022 年新任董事长宋剑斌以及多位副行长均由内部成长, 新任行长虞利明具备 30 多年金融履职经历

姓名	职务	出生年份	任职起止日期	履历
宋剑斌	董事长	1971 年	2013.09-2023.06	曾任杭州银行副董事长、行长、财务负责人、副行长、首席风险官和首席信息官。
虞利明	行长、副董事长	1966 年	2022.12-2023.06	曾任交通银行杭州分行党委委员、副行长, 杭州市投资控股有限公司副董事长、总经理, 杭州市投资控股有限公司党委书记、董事长、总经理, 杭州工商信托股份有限公司党委书记、董事长(兼), 杭州市金融投资集团有限公司党委副书记、副董事长、总经理。
王立雄	副行长	1972 年	2017.07-2023.06	曾任杭州银行保支行行长助理、副行长, 公司业务部副总经理、信贷管理部副总经理、授信审批部副总经理(主持工作), 萧山支行行长, 公司业务部执行总经理、国际业务部总经理, 上海分行党委书记、行长。
李晓华	副行长	1977 年	2020.06-2023.06	曾任杭州银行总行办公室(党委办公室)主任助理、副主任, 杭州银行总行人力资源部总经理。
陈岚	副行长	1974 年	2020.06-2023.06	曾任杭州银行江城支行行长助理、副行长, 江城公司业务发展部副总经理, 科技支行行长, 科技文创金融事业部党委书记、总经理, 北京分行党委书记、行长。
李炯	副行长	1973 年	2020.06-2023.06	曾任杭州银行科技部软件开发科科长、副总经理、副总经理(主持工作), 信息技术部总经理。
毛夏红	行长助理 董事会秘书	1972 年	2019.07-2023.06 2020.06-2023.06	曾任杭州银行延安支行公司业务发展部副总经理兼延安支行副行长, 延安支行副行长(主持工作), 西城支行行长, 金融市场部副总经理(主持工作), 金融市场部总经理兼资金营运中心总经理。
潘华富	风险总监	1970 年	2020.06-2023.06	曾任杭州银行计划财务部总经理助理, 风险管理部总经理助理、副总经理、总经理, 杭州银行宁波分行党



委书记、行长。

曾任杭州银行计划财务部总经理助理、副总经理，温州分行副行长，零售金融部副总经理（主持工作）、总经理。

章建夫 财务总监 1977年 2020.06-2023.06

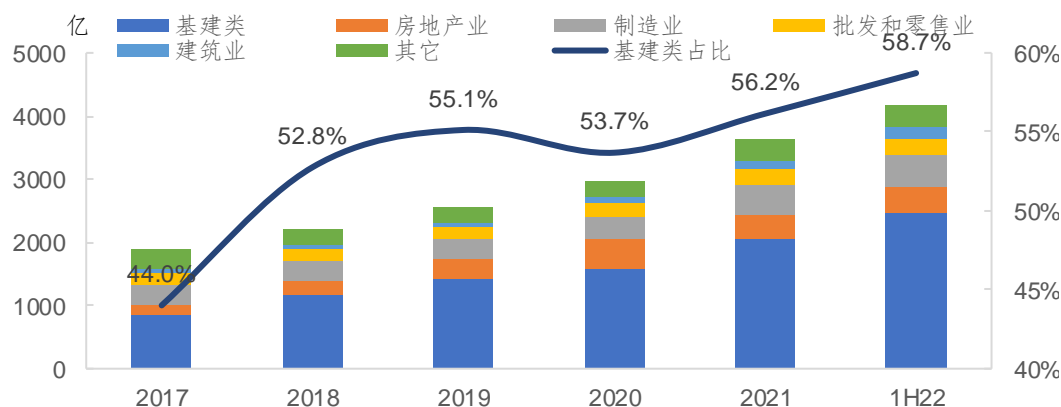
资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

## 2. 对公、零售、小微：低风险业务基础上，培育差异化优势

### 2.1 对公条线：政府客户基本盘，科技文创差异化特色

市政业务优势突出，基建类贷款占比高。杭州银行基建类贷款占比最大，一是由于前几年杭州市基建投资高速增长，二是由于背靠大股东杭州市财政局，在市场化氛围较为浓厚的浙江省，公司仍然在基建领域具备相对优势。从公司信贷客户构成来看，国企客户占大头，城投、交投、城建以及园区建设等占资产投放的 35%左右，商贸租赁等经营性国有资产占资产投放的 20%左右；从贷款结构来看，公司的基建类贷款占比最大，且占比不断提升。2017-1H22，基建类贷款占对公贷款的比重从 44.0% 上升至 58.7%。

图表 15：杭州银行基建类贷款占对公贷款比例不断提升



资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

杭州市互联网基因强大，杭州银行科技文创业务发展较好。浙江省科技创新氛围较为浓厚，尤其是杭州市有阿里巴巴、网易等互联巨头，2021 年浙江省数字经济增加值达到 3.57 万亿元，居全国第四，占 GDP 比重达到 48.6%，居全国各省第一，其中杭州数字经济核心产业营业收入、增加值占全省比重分别高达 55%、58.8%。杭州银行自 2009 年开始发展科技文创业务，在该领域已深耕十多年，产品体系不断升级，标准化产品开发迭代，目前科技文创金融业务主要有 5 类产品，分别为风险池贷款、顾问类业务、选择权贷款、银投连贷、新三板起飞贷等，与政府、担保公司、券商以及创投机构等合作，提供多类别多层次的服务。截至 2022 年上半年末，杭州银行“科创金引擎”已累计服务科创企业 9842 户，其中 70% 以上为小微客户，杭州市独角兽、准独角兽企业服务覆盖率超 80%，科技企业融资余额 470 亿，不良率 1.11% 保持较好水平。

图表16: 杭州银行科技文创金融产品介绍

产品名称	业务模式
风险池贷款	杭州银行与政府相关部门和担保公司三方共同发起设立风险池基金，作为科技型中小企业向杭州银行借款的风险补偿保证金，杭州银行依据风险池基金的金额放大一定比例给予三方共同认可的科技型中小企业信贷支持的贷款业务。对于风险池贷款业务项下发生的不良贷款，先行由风险池基金进行代偿。
顾问类业务	（1）资本市场顾问业务指为企业客户推荐第三方机构，促使第三方机构与企业客户建立与多层次资本市场相关的业务实质性合作，包括但不限于接受股权投资、并购及被并购、改制、上市、新三板挂牌、定向增发等与多层次资本市场相关的业务，并从中收取融资顾问费或财务顾问费。 （2）咨询顾问业务包括财务结构调整、金融方案设计以及其他类服务。
选择权贷款	选择权是指杭州银行在为高潜力、高成长的客户提供包括但不限于授信业务、投融资服务、财务顾问服务等在内的综合金融服务，并因此额外获得一定的选择权。针对选择权业务收益后置的特点，选择权业务贷款利率可适度下调。因其兼具股权和债权的特性，目前仅由杭州银行科技文创金融专营机构开放。
银投连贷	银投连贷业务是指对于杭州银行合作的投资机构已投资或拟投资的企业，在综合考虑的基础上，杭州银行以信用、股权质押等担保方式，对企业进行满足其经营资金需求的贷款授信业务。
新三板起飞贷	指新三板公司融资以股东所持有的公司股权作为质押担保方式。要求企业经营正常，财务状况清晰，负债情况适中。

资料来源：公司官网，长城证券产业金融研究院

图表17: 杭州银行科技文创金融情况

	科技文创企业 客户数(个)	表内外融资余 额(亿)	表内贷款余额 (亿)	占总贷款	不良率
2016	3544	238			
2017	4356	280	160	5.6%	
2018	5685		191	5.4%	
2019	8591		226	5.5%	1.47%
2020	7934	424	303	6.3%	1.10%
2021	9165	470			1.11%
1H22	9842				

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

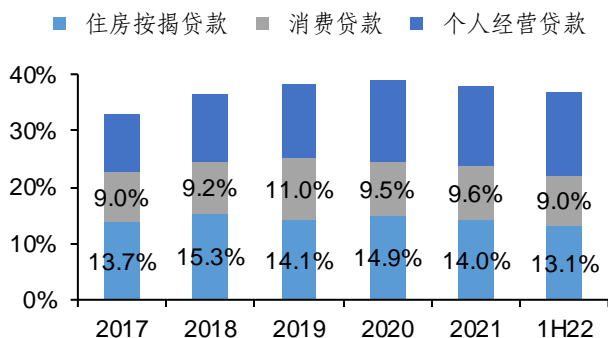
## 2.2 零售条线：发力消费金融和财富管理

零售条线定位优质消费信贷客群，聚焦个人住房按揭和消费信用贷款，即便疫情期间资产质量也保持较好水平。公司围绕“有房”和“有薪”两大客群，聚焦发展个人住房按揭与消费信用贷款业务，二者风险均较低，3Q22零售金融条线不良贷款率0.31%，资产质量保持在良好水平。

- （1）**住房按揭贷款**：公司通过多元化渠道引流，按揭贷款稳步投放，2017-2021年个人住房按揭贷款CAGR为20.7%。2022年受房地产销量萎靡、按揭提前还贷影响，9M22个人住房按揭贷款较年初仅增长6.7%，预计随着2023年房地产市场好转，未来投放有望继续保持平稳。目前公司个人住房按揭贷款占总贷款比例为13%，距离房地产贷款集中度要求不超过17.5%还有一定距离。
- （2）**消费信用贷款**：信用贷拳头产品为“公鸡贷”，1H22占公司消费贷款余额的77%，主要面向公务员、事业单位等“有薪”客群，2019年之前高速增长，2020年后由于疫情影响增速回落至个位数水平。除了公鸡贷以外，公司不断探索场景类消费信贷的产品，主要围绕房产+生活消费场景，衍生出大额消费信贷的场景，比如和贝壳合作的装修贷、跟车位分期相关的信用贷、针对企业技术人员的工匠贷，

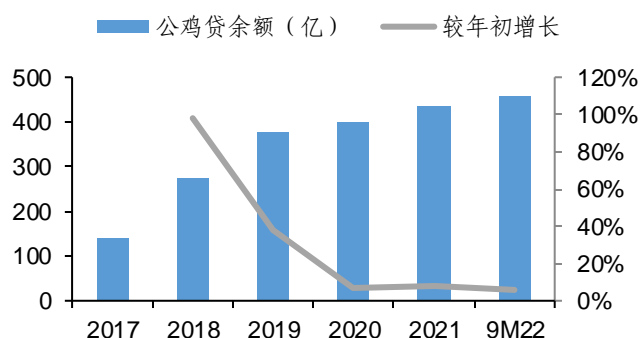
通过产品场景化的营销，提升消费信贷盈利能力，目前消费贷整体不良率只有0.4%。

图表18: 杭州银行各项零售贷款占比



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表19: 杭州银行公鸡贷 2019 年之前高速增长

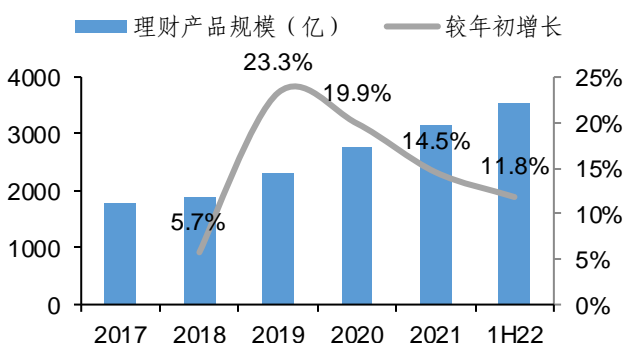


资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**发展轻资本的财富管理实现客户增长与沉淀。**杭州银行在新一轮五年战略规划中明确提出了制胜财富的战略目标,以杭银理财为基础的同时臻选市场头部机构合作,引入理财、基金、信托等代销产品不断完善丰富产品体系。截至 2022 年三季度末,公司零售条线 AUM 规模达到 4787 亿,同比增长 16%;杭银理财管理费收入超过 20 亿,对母行中收贡献占比达到 50%;财富中间业务收入 6.9 亿,同比增长 33%。

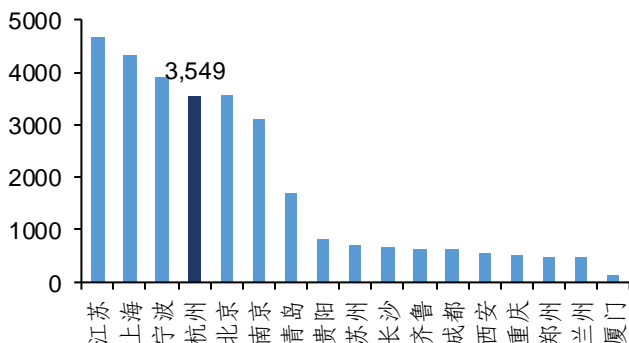
- (1) 杭银理财坚持稳健投资、普惠大众的经营理念,做优固收基本盘,同时控制好产品业绩的波动,常态化发行科创主题类产品,积极布局权益市场低点,为投资者提供更加多元的产品投资回报。截至 2022 年 9 月末,杭银理财规模达到 3900 亿,较年初新增近 1000 亿体量,市场规模排名从第六上升至第四位。虽然杭银理财规模不是最大的,但是从整个综合排名来看,市场对杭银理财的综合评价已经排到了前三(第一、二位是江苏银行、宁波银行的理财子公司)。目前杭银理财的代销占比已经超过了 18%,代销机构达到 68 家,这个数据已经达到了公司三年行动规划的目标,也足以表明市场对杭银理财的认可程度。

图表20: 杭州银行理财产品规模增长较快



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

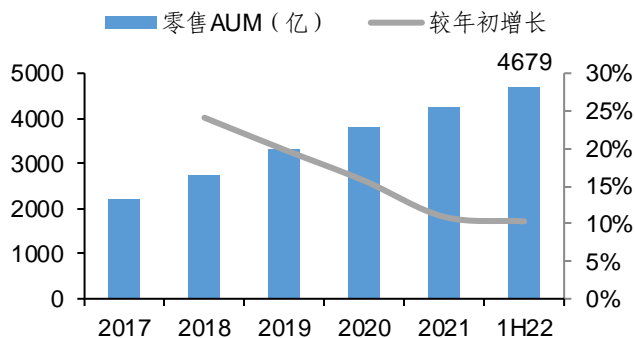
图表21: 1H22 杭州银行理财规模排名上市城商行第 4



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

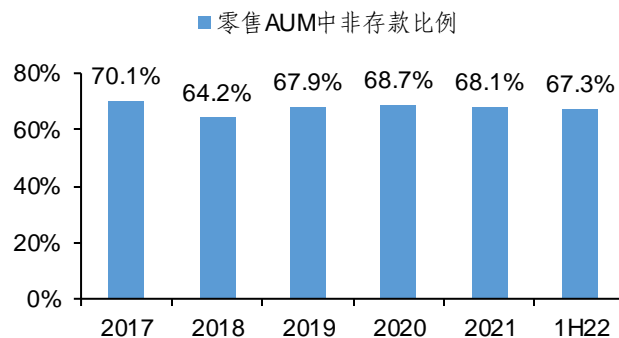
- (2) 杭州银行财富管理体系以管户制为基础,通过客户分层经营体系建设(包括私行准私行客户、价值客户、大众客户、基础客户在内的四大客户分层体系),推动财富管理业务从单一的产品销售向客户综合经营转变,实现零售财富业务高质量转型发展。截至 2022 年 9 月末,杭州银行 4800 亿的 AUM 结构中,储蓄存款占 1/3,本行理财和代销占 2/3,和同类城商行相比产品货架相对较为理想。全行的理财经理人数由 2021 年初的 600 余人增长到目前的 1150 人左右,营销力量显著增强,大堂、理财经理和贵宾理财经理分别服务不同层级的客群,对客户有了更好的陪伴和服务。

图表22: 杭州银行零售 AUM



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表23: 杭州银行零售 AUM 中非存款占 2/3



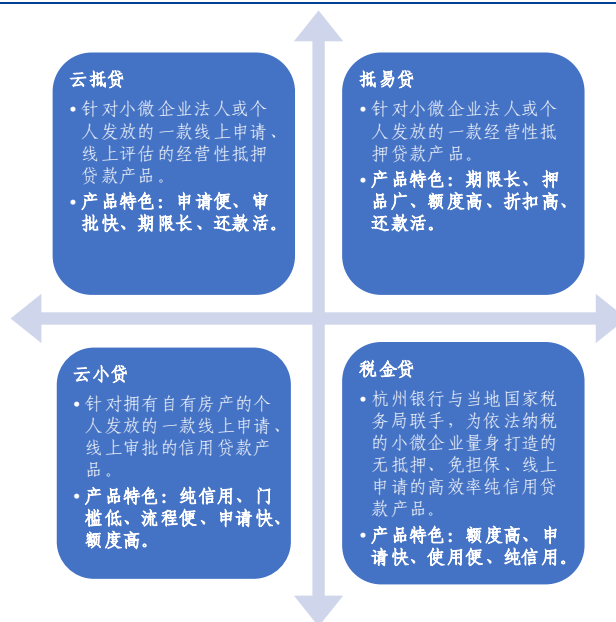
资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 2.3 小微条线: 以抵押基本盘为基础, 向高收益方向延伸

小微条线坚持做大抵押基本盘, 着力推进“两个延伸”。公司响应国家号召支持中小微企业, 结合自身战略方向, 以个人客户为主向企业客户延伸; 结合小微企业的财务特点, 以抵押贷款为主向信用贷款延伸。1) 企业端: 一是加快交易银行产品适小化改造, 持续提升综合金融服务能力, 1H22 小微“e 通”产品客户超 6 万户, 较上年末新增超 1.6 万户; 二是“耕园行动”持续优化园区业务审批流程, 重点拓展“215”客群。9M22 公司累计签订 72 份园区合作协议, 新增园区企业贷款 52.84 亿元; 2) 信用端: 公司发展信用小微共有两种模式, 一是复制台州信用小微模式, 二是通过线上线下模式做大高收益资产规模。9M22 普惠型小微信用贷款余额 91.48 亿元, 增幅超 52%。

小微业务线上线下双轮驱动, 差异化发展。小微业务竞争较为激烈, 目前市场上抵押类小微贷款利率普遍降至 3.8% 以下, 省内农商行也在打价格战, 差异化经营显得尤为重要, 公司提升小微业务综合服务, 线上线下多产品覆盖客群。(1) 线上: 一是坚持以“云抵贷”为主的抵押类贷款为基本盘; 二是聚焦小微“晨星计划”五类客群, 做大“云小贷”系列产品规模; 三是稳步探索数字信用小微, 打造小微企业互联网小额信用贷款产品; (2) 线下: 成立信用小微事业部, 有序推动台州分行模式复制, 实现业务稳步增长。

图表24: 杭州银行小微产品体系



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

总结台州分行经验，信用小微事业部于**2021年7月**成立。台州分行是杭州银行台州信用小微模式的试验田，经过近五年的实践耕耘，在小微客户服务和业务模式、人员培养和风险控制等方面积累了一系列经验。台州信用小微业务主要是线下跑街模式，人力成本较高，公司未来将融入数字化，细化标签、圈选客户群，通过精准营销来降低运营成本，提高服务的覆盖面。**9M22**信用小微事业部新增**10亿**信用小微贷款，贷款加权定价为**8.8%**，远高于抵押类贷款定价，户均余额为**80万**，与大行错位竞争。公司风险控制较好，小微贷款业务不良率逐年下降，**1H22**小微贷款不良率仅**0.55%**。目前信用小微事业部已经在金华、宁波、杭州都设立了分部，**2023**年公司计划在合肥和省内区域继续推进信用小微事业部分部的设立。

图表25: 杭州银行小微贷款情况

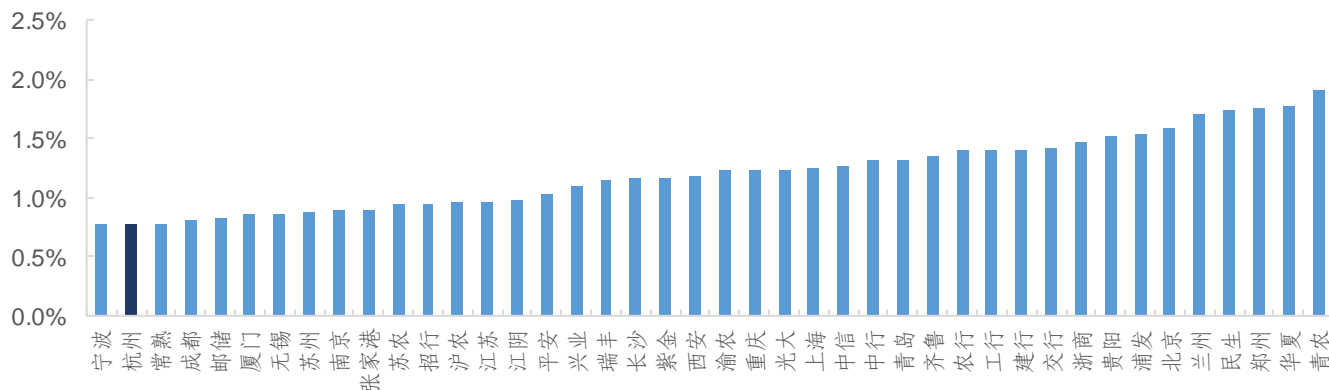
	小微贷款余额 (亿)	占总贷款	小微客户数 (万)	小微不良 率	信用小微余额 (亿)	信用小微 占比
2017	354	12.5%				
2018	472	13.5%	12.54			
2019	605	14.6%	16.58	1.34%	20.1	3.3%
2020	762	15.7%	19.95	0.90%	33.4	4.4%
2021	930	15.8%	21.72	0.64%	63.7	6.8%
1H22	1033	15.6%		0.55%	80.1	7.8%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 3. 资产质量优异，不良率持续改善

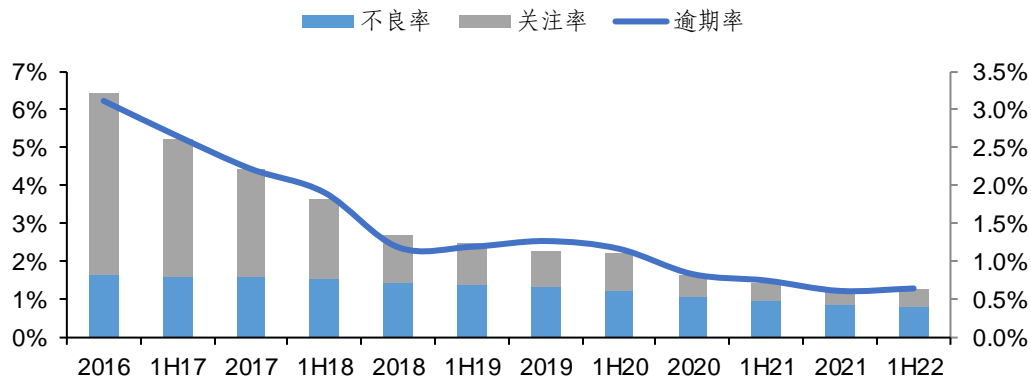
杭州银行在**2019**年实现存量风险出清，目前各项资产质量指标位列上市银行第一梯队。以**2019**年为分水岭，**2019**年及之前的五年杭州银行不良净生成率处于**1%**以上，在**2019**年存量风险出清之后，关注率首次进入**1%**以内，**2020-2022**年不良净生成率大幅回落至**0.3%**以内，与此同时公司各项资产质量指标开始显著改善至上市银行第一梯队，截至**9M22**，不良率、关注率、逾期率分别较**2019**年末下降**57bp**、**48bp**、**62bp**至**0.77%**、**0.46%**、**0.65%**，拨备覆盖率较**2019**年末提升**267pct**至**584%**。

图表26: 9M22 杭州银行不良率 0.77%，与宁波银行并列为上市银行最低



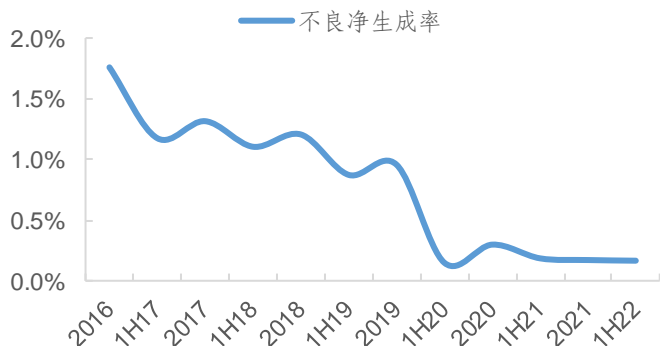
资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表27: 杭州银行不良率、关注率、逾期率



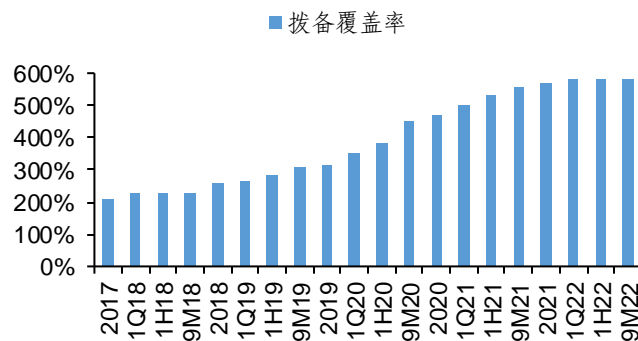
资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

图表28: 2020年开始杭州银行不良净生成率快速走低



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表29: 2022年末杭州银行拨备覆盖率达到565%



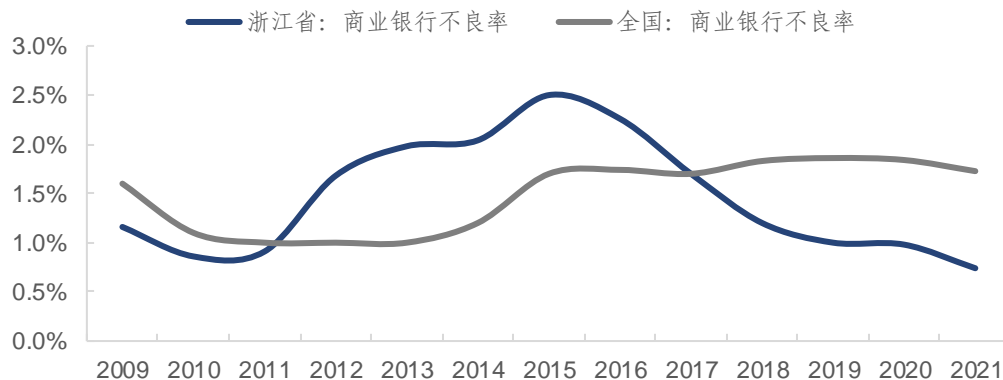
资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

### 3.1 资产质量的底气: 良好的经营区域、业务结构、风险偏好

杭州银行资产质量的信心跟底气主要来自三个方面: 一是公司处于一个良好的经营区域, 浙江是不良率先出清的省份; 二是良好的业务结构, 城建类国企、大零售占全部贷款的25%、40%左右, 这两个最主要的群体风险基本稳定; 三是良好的风险偏好和管理实践, 坚持不以风险换发展的理念。

- (1) 浙江省银行业不良率领先全国出现拐点, 区域经济分化下浙江省不良率持续改善。2011年受联保互保企业资金链断裂影响, 温州银行业风险暴露迅速扩散至整个浙江省, 浙江省银行业不良率在2015年达到峰值。在加大不良处置、风险出清后, 浙江的不良率开始逐年改善, 2018年开始已低于全国平均水平。由于浙江省经济结构提前实现了换挡升级, 区域经济活力较强, 在区域经济分化的过程中地方性银行的资产质量分化也在逐渐拉大。相较于2018年后全国银行业不良率的反复, 浙江省的不良率仍在持续改善。

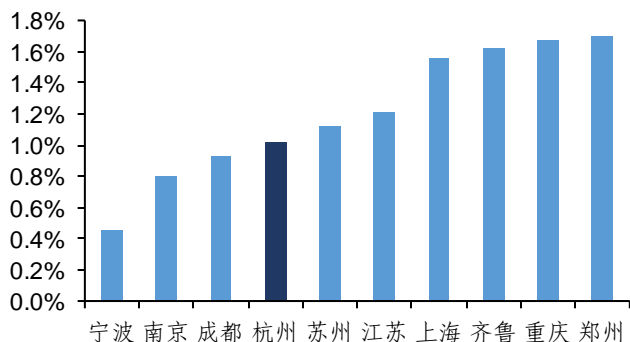
图表30: 2016年后浙江省商业银行不良率领先全国出现拐点



资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

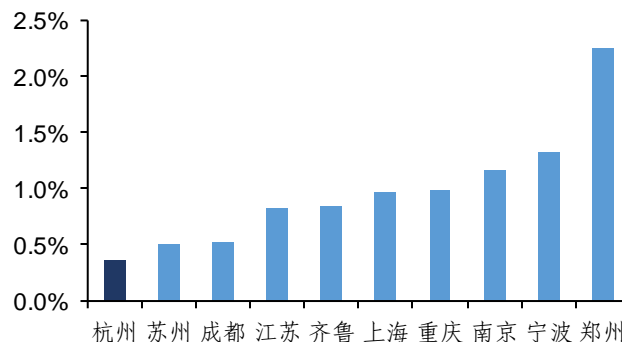
(2) 城建类国企、大零售是现阶段良好的业务结构, 是公司资产质量稳定的基础。对公方面, 虽然市场有部分声音认为公司城建类、政府类贷款占比高, 未来可能存在潜在风险隐患, 但在目前的环境下, 确实对公司的营收和风险的平衡起到了稳定的作用(可能十年后城建政府类贷款不一定好, 但现阶段来说仍然是公司的好资产); 零售方面, 整体的大零售贷款占比接近 40%, 2020 年以来基本保持稳定, 起到了比较好的抗风险作用。具体到按揭、消费贷、小微等细分结构, 公司持续的在做动态组合管理, 例如按揭以外的消费贷鼓励一定比例去往高收益资产做下沉、小微鼓励信用贷款逐渐从现在的 8%往 15%的比例去增加, 通过风险管理能力的提升去增加营收的增长能力。

图表31: 杭州银行对公不良率在可比城商行中较低



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表32: 杭州银行零售不良率在可比城商行中最低



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

(3) 公司的风险偏好, 从几届班子下来都是不以风险换发展的理念。对公实行五位一体管理, 在一些关键环节上更加的标准化的, 每个动作、每个人履责、每一户管理都到位, 这几年公司在对公大额授信上风险暴露相对较少; 零售坚持三位一体、以标准化产品为载体的风险管理模式, 第一通过主动的名单制营销避免外部欺诈风险, 第二通过风险模型进行统一的线上审批, 提高流程效率, 避免内部的一些道德风险, 第三是操作风险环境的集中管理。

### 3.2 房地产领域和政府平台贷款潜在风险隐患较小

对于市场关注度较高的房地产领域和政府平台贷款, 潜在风险隐患较小。房地产相关贷款方面, 对公房地产存在潜在风险隐患的贷款占比不会超过 5%, 涉及停贷风波的按揭贷款比例非常小; 政府平台贷款方面, 我们判断不会出现系统性风险, 一是公司所处的区域经济和财政实力相对较强, 二是业务涉及的平台层级相对较高, 三是经营区域的房地产市场卖地收入相对稳定。

(1) 截至 2022 年 9 月末，公司对公房地产贷款余额约 400 亿，不良率比年初略降，基本稳定。对公房地产贷款存量 3% 的不良主要是历史遗留的经营物业贷款的几户不良（有抵押，有一定的租金收入，但是租金不能覆盖），真正房地产开发商的不良目前存量是一户。公司对房地产客户实行严格的白名单制管理，项目九成处于北京、上海、深圳及杭州地区，土地抵押担保管理上有严格的准入管理、货值覆盖。经过多轮排查，可能有潜在风险隐患的资产不会超过对公房地产贷款的 5%；按揭贷款余额接近 900 亿，涉及停贷风波的按揭贷款比例非常小，按揭的不良率也保持稳定。

图表 33: 杭州银行房地产相关贷款余额、占比、不良率

	2019	2020	2021	1H22
对公房地产贷款余额（亿）	345	458	380	407
占总贷款	8.3%	9.5%	6.5%	6.1%
不良率	0.27%	2.79%	3.78%	3.46%
住房按揭贷款余额（亿）	583	7201	825	864
占总贷款	14.1%	14.9%	14.0%	13.1%
不良率	0.04%	0.07%	0.05%	0.08%

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

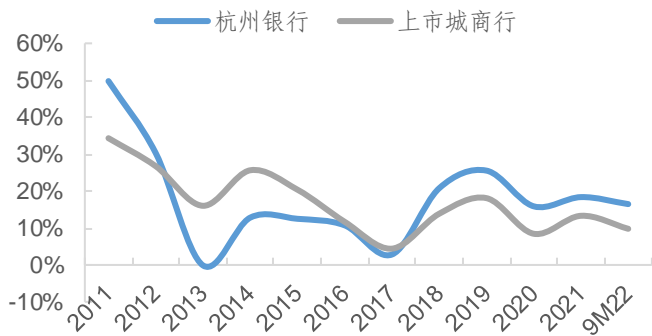
(2) 杭州银行的城投业务有三个相对：区域的经济和财政实力相对较强、平台层级相对较高、房地产市场卖地收入相对稳定。一是杭州银行处在北京、深圳以及长三角经济带，区域经济实力和财政实力相对较强，对全省债务问题的解决能力相对较强；二是平台业务主要为一般公共预算收入不低于 30 亿的区县级以上平台公司，从事的业务平台层级相对较高；三是北京、深圳、长三角经济带的卖地收入相比其他城市更稳定。目前杭州银行城投城建类国企的拨贷比接近 6% 左右，整体来说风险可控。

## 4. 疫情不改高成长本色，五年 CAGR 超 20%

杭州银行成长性处于上市城商行第一梯队，营收、净利润增速均保持领先。杭州银行净利润增速从 2018 年开始回升至 20% 左右，较城商行整体利润增速差距不断拉大，2020-2022 三年疫情期间净利润 CAGR 依然保持在 20% 以上。一是营收增速差距的拉大，杭州银行的营收一直保持高速增长，主要得益于浙江旺盛的信贷需求、公司自身资产结构的优化，以及财富中收等非息收入的快速增长；二是资产质量分化的拉大，杭州银行 2020 年后不良净生成率始终保持在 0.3%，推动信用成本不断下移，实现了资产质量对利润的反哺。

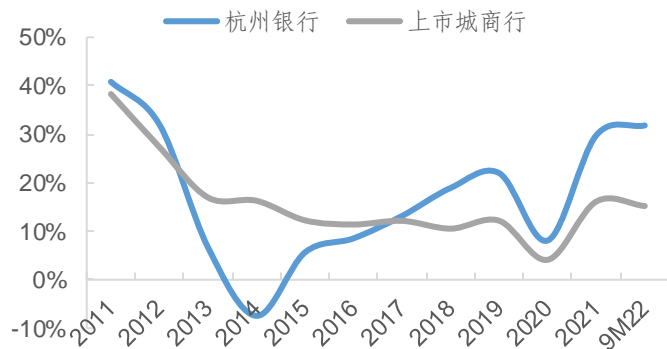


图表34: 2018年后杭州银行营收增速始终高于同业



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表35: 2018年后杭州银行净利润增速始终高于同业



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表36: 杭州银行业绩增长驱动因素分析

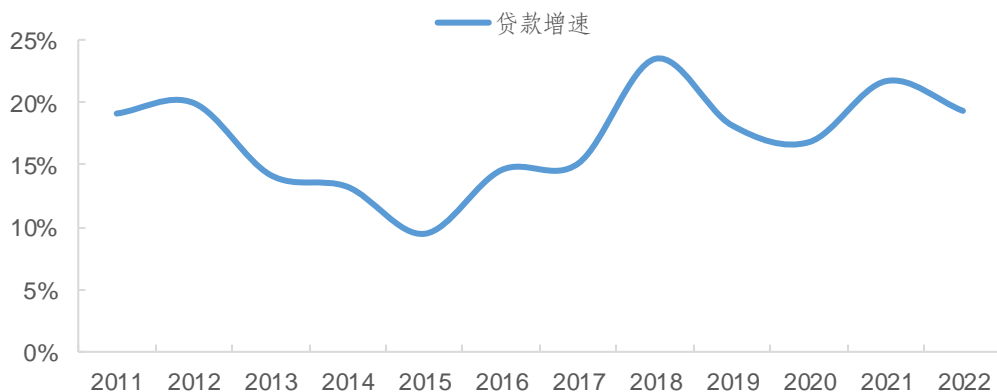
	2017	2018	2019	2020	2021	9M22
规模增长	15.5%	10.4%	12.1%	13.5%	19.4%	17.1%
净息差	-10.6%	3.6%	-0.5%	8.6%	-10.3%	-9.7%
非息收入	-2.1%	6.7%	14.0%	-6.2%	9.2%	9.0%
成本	0.6%	3.5%	2.0%	3.7%	-1.4%	-1.0%
拨备	2.5%	-8.5%	-1.2%	-9.6%	14.7%	11.9%
税收	7.3%	3.2%	-4.3%	-1.9%	-1.9%	4.4%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

#### 4.1 规模: 浙江旺盛的信贷需求提供扩张契机

贷款增速长期处于较高水平, 2020年疫情后贷款需求恢复领先。杭州银行自2018年以来, 贷款增速加快到20%左右水平, 仅2020年由于疫情影响贷款只增长16.8%以外, 2021-2022年增速又重新回到20%以上。这主要得益于浙江地区发达的经济环境, 在疫后经济复苏、区域信用分化的环境中占得先机, 贷款需求恢复较快, 2020-2022年三年浙江省贷款CAGR为16%, 在全国各省份中排名第一。

图表37: 2018年后杭州银行贷款增速中枢回到20%左右



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

#### 4.2 息差: 零售占比提升推升2018-2019息差, 目前已见底

2018-2019年杭州银行主要通过优化贷款结构提升息差, 2021年让利实体导致息差下行, 到2022年下半年已基本企稳。公司2018年以来零售贷款占比整体呈现上升趋势

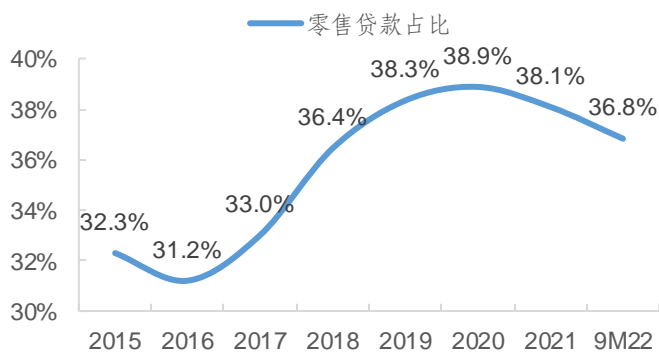
势，零售端主要发力消费信贷、小微贷款，贷款结构优化带动贷款收益率和息差不断改善；2020 疫情后随着 LPR 多次下调，贷款收益率下行导致息差不断收窄；但从 2022 年三季度开始净息差开始企稳，一方面是新投放贷款的利率水平环比基本持平，另一方面得益于两次存款挂牌利率下调存款成本管控也在加强。预计公司在 2023 年一季度按揭贷款重定价完成后，息差将逐步见底回升。

图表38: 2017-1H22 杭州银行各项生息资产收益率和计息负债成本率

	2017	2018	2019	2020	2021	1H22
生息资产	4.22%	4.46%	4.56%	4.39%	4.25%	4.11%
贷款	4.74%	5.13%	5.54%	5.37%	5.11%	5.05%
存放央行	1.50%	1.46%	1.42%	1.38%	1.39%	1.29%
同业资产	3.79%	3.35%	2.69%	1.97%	2.35%	2.11%
债券投资	4.36%	4.66%	4.50%	4.24%	4.02%	3.76%
计息负债	2.61%	2.80%	2.63%	2.43%	2.39%	2.37%
客户存款	1.81%	2.11%	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%
同业负债	3.36%	3.32%	2.71%	2.25%	2.32%	2.06%
应付债券	3.91%	4.55%	3.60%	3.19%	3.21%	2.92%
净息差	1.65%	1.71%	1.85%	1.98%	1.83%	1.69%

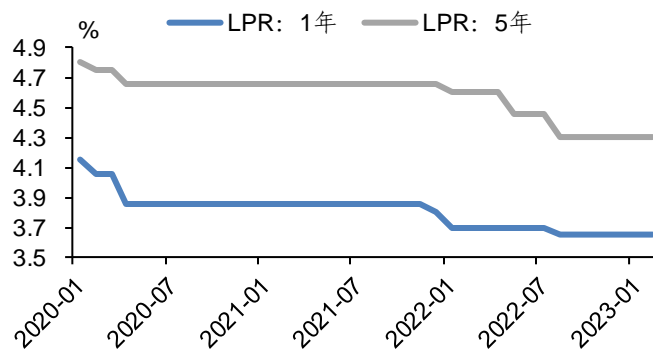
资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表39: 杭州银行零售贷款占比



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表40: 2020年以来1年期和5年期LPR变动

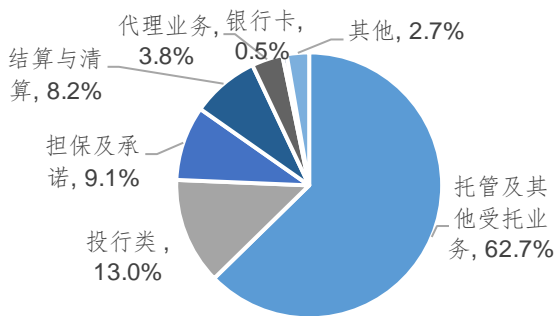


资料来源: iFind, 长城证券产业金融研究院

### 4.3 非息：财富管理、债券承销、托管业务突飞猛进

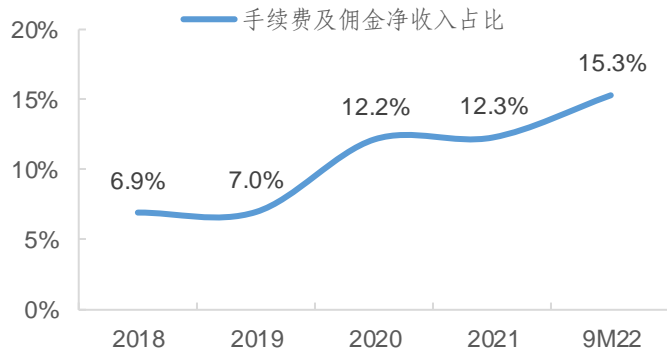
杭州银行这几年在财富管理、债券承销、资产托管业务上突飞猛进，手续费及佣金净收入 2019-2021 年三年 CAGR 为 43%。主要是：（1）财富管理通过自营销售和代销业务的双向驱动，财富管理收入取得比较好的效果；（2）债券承销从前几年的排名相对靠后，到现在浙江省的第一名；（3）资产托管市场排名上也比较靠前。2019-2021 年，公司托管及其他受托业务佣金、投行类业务手续费、代理业务手续费 CAGR 分别为 85%、31%、46%。

图表41: 1H22 杭州银行手续费收入结构



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表42: 杭州银行手续费及佣金净收入占营收比例

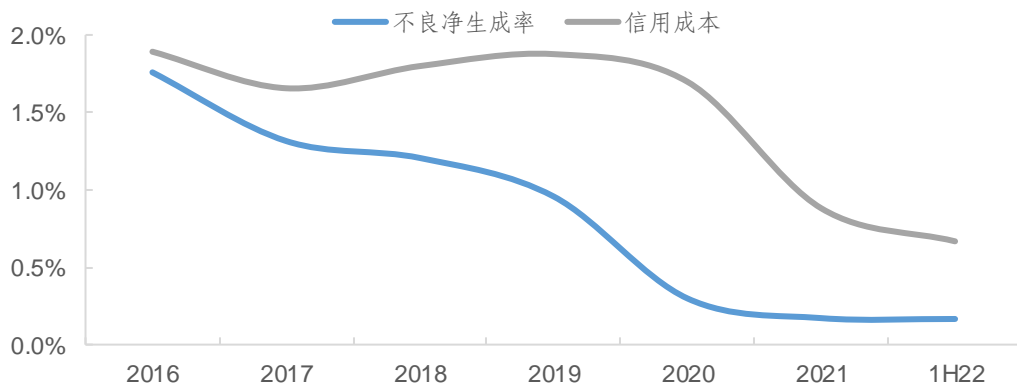


资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

#### 4.4 风险成本: 不良净生成率大幅回落推动信用成本下行

风险出清后 2020 年开始不良净生成率保持在较低水平, 推动信用成本持续下行。过去三年杭州银行的不不良净生成率都较低, 即便是 2020 年、2022 年疫情影响较大的年份, 也未超过 0.3%。一方面得益于公司存量不良较早实现出清, 浙江省不良率是最早迎来拐点的国内省份, 另一方面是公司的风险偏好和风控措施, 新发放贷款的不良生成一直保持在较低水平。快速降低的不良生成率使得公司的不良率从 2019 年的 1.34% 持续改善至 2022 年末的 0.77%, 信用成本也从 2019 年的 1.88% 改善至 1% 以内, 同时拨备覆盖率从 317% 大幅提升至 565%, 也为未来保持较低的信用成本打下了坚实的基础。

图表43: 伴随着不良净生成率大幅回落, 杭州银行信用成本逐渐下行



资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 5. 盈利预测&投资建议

### 5.1 盈利预测

公司已发布 2022 年年报, 2022 年净利润同比增长 26.1%, 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别增长 22.6%、20.0%、19.9%, 主要基于以下假设:

- (1) 规模持续保持较快增长: 公司深耕浙江、辐射一线, 规模增长位列城商行前列。2022 年贷款、存款同比分别增长 19.3%、14.8%。江浙一带经济活跃, 疫情后

经济复苏更快，规模高增长有望继续保持，预计 2023-2025 年贷款、生息资产 CAGR 分别为 19.0%、13.5%；

- (2) **息差有望在 2023 年二季度见底：**公司 2022 年三季度息差已经有企稳迹象，在 2023 年一季度按揭贷款重定价完成后，息差有望见到此轮周期底部。公司持续发力零售、小微，不断优化资产结构，贷款占生息资产比例也有望持续提升，推动未来息差回升，我们预计 2023-2025 年净息差分别为 1.47%、1.48%、1.50%，分别较上年收窄 5bp、上升 1bp、上升 2bp。
- (3) **资产质量持续保持优异水平：**公司 2023 年一季度不良率环比下降 1bp 至 0.76%，关注率环比下降 11bp 至 0.28%，疫情缓解后资产质量有望持续改善，同时房地产以及政府平台领域风险可控，预计 2023-2025 年不良率分别为 0.75%、0.73%、0.72%。

## 5.2 投资建议

公司作为江浙地区优质城商行代表，未来业绩有望持续保持 **20%复合增长**。得益于良好的区域优势，公司在营收保持较快增长的同时，风险亦能控制在较低水平，同时轻资本的财富管理有望在同业中率先脱颖而出。公司股价自 2020 年快速修复之后，目前已调整两年有余，当前估值仅 0.76x23PB，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

**经济超预期下行：**目前经济非均衡复苏，居民部门的消费信心可能由于内外部突发事件再次受挫，经济景气度下行，居民收入不确定性上升，可能影响银行业贷款需求，甚至导致资产质量恶化；

**疫情继续反复：**新冠疫情反复存在不确定性，若第二波新冠病毒攻击性增强，感染范围较大，可能阶段性导致企业生产经营放缓，经济下行，影响银行业的贷款投放；

**金融持续让利：**若经济复苏不及预期，政策层面不排除继续要求金融机构向实体经济让利的可能，导致贷款收益率继续下行，息差收窄压力加大；

**地产风险继续暴露：**若地产销售再次下行，房企销售端资金回流遇困，同时融资端杠杆率受限，引发流动性危机，导致银行业对公房地产贷款资产质量恶化。



### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033  
传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126  
传真：021-31829681  
网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044  
传真：86-10-88366686