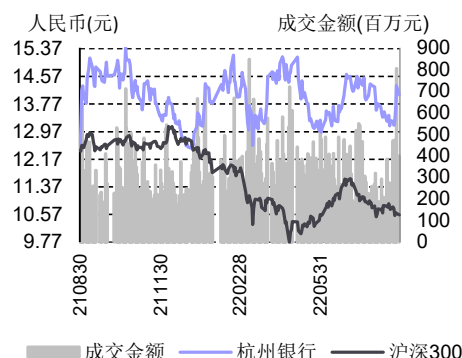


市场价格 (人民币): 14.03 元

目标价格 (人民币): 16.70 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	59.30
已上市流通 A 股(亿股)	50.60
总市值(亿元)	832.02
年内股价最高最低(元)	15.40/12.42
沪深 300 指数	4090
上证指数	3241



## 新战略，高成长

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	24,806	29,361	33,704	40,910	49,398
营业收入增长率 (%)	15.9	18.4	14.8	21.4	20.7
归母净利润(百万元)	7,136	9,261	11,977	15,148	18,760
归母净利润增长率	8.1	29.8	29.3	26.5	23.8
ROA (%)	0.65	0.72	0.79	0.86	0.93
ROE (%)	13.04	13.81	15.97	17.96	19.49
每股收益 (元)	1.17	1.43	1.88	2.42	3.03
P/B	1.38	1.06	1.00	0.87	0.75

来源: 公司年报, 国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司新五年战略强调审慎经营对公表内业务的同时, 发力零售和小微。对公贷款集中于低不良率行业, 零售业务以直销银行、手机银行和微信银行获客, 推动消费贷信用下沉; 财富管理业务实施客户分层, 增加代销品类, 扩大队伍, 实现销量增长; 省外依托“云抵贷”, 省内推广“台州模式”。2020年以来, ROA/RORWA/ROE 逐步回升。
- 对公贷款结构优异, 不良率较低的水利、环境和公共设施管理 (对公占比 36.5%)、商务租赁 (对公占比 20.23%) 以及邮政仓储 (对公占比 1.19%) 和公共管理及社会保障行业 (对公占比 0.9%) 合计占比达 (58.8%)。1H22, 对公贷款较上年末增长 14.96%, 个贷较上年末增长 8.02%, 主要是经营贷款增长 13.5%。稳增长的导向下, 涉农、普惠小微、绿色贷款高速增长。此外, 我们认为个贷下半年增速有所抬升。预计贷款规模同比增速可达 20%。
- 托管、投行及担保承诺类手续费支撑中收增长, 1H22 手续费及佣金你收入 29.77 亿元, 同比增长 36.21%。其中, 托管类佣金收入到 18.66 亿元, 同比增长 37.93%, 主要是理财业务手续费高速增长。投行类收入 3.86 亿元, 同比持平。担保类收入 2.7 亿元, 同比增长 216%。
- 资产质量优异。1H22 不良率为 0.79%, 较年初下降 0.07 个百分点。拨备覆盖率高达 581.6%, 较年初上升 13.89 个百分点。房地产行业/小微贷款不良率分别为 3.46%/0.55%, 较上年末下降 0.32 和 0.09 个百分点。

## 投资建议

- 公司贷款高速增长, 资产质量优异。预计 2022-2024 年归母净利润分别为 119.77/151.48/187.60 亿元, 同比增长 29.3%/26.5%/23.8%, 对应 EPS 分别为 1.88/2.42/3.03 元。采用股利折现模型和剩余收益模型预测合理股价为 16.7 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济超预期收缩, 国内疫情反复, 贷款质量超预期恶化。

戚星

联系人  
qixing@gjzq.com.cn

赵伟

分析师 SAC 执业编号: S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

## 内容目录

1 回报率逐步提升 .....	4
2 从规模驱动到效能驱动 .....	11
2.1 对公贷款集中于优质行业，交易银行加快转型 .....	11
2.2 零售业务：线上线下引流+零售贷款+财富管理 .....	13
2.3 小微贷款规模高速增长，质量持续优化 .....	15
3 资产质量出类拔萃，资本驱动系数扩大 .....	17
4 盈利预测与投资建议 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 估值及投资建议 .....	20
5 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：战略调整过程及回报率变化 .....	4
图表 2：资产规模扩张加速，营收和利润中枢上升 .....	5
图表 3：营收结构中，利息净收入仍为主导 .....	6
图表 4：利息收入中，贷款利息收入为主导，金融投资收入为重要组成 .....	7
图表 5：托管和投行业务收入占中收比重超 70% .....	8
图表 6：托管和投行业务收入增速上行 .....	8
图表 7：对公贷款为主导 .....	8
图表 8：各项贷款稳健增长 .....	8
图表 9：对公存款为主导 .....	8
图表 10：各项存款稳健增长 .....	8
图表 11：浙江省内贷款为主导 .....	9
图表 12：展业地区经济活跃 .....	9
图表 13：生息资产收益率 .....	10
图表 14：计息负债成本率 .....	10
图表 15：净息差边际收缩 .....	10
图表 16：RWA 占总资产比重下行 .....	10
图表 17：RWA 占总资产比例在上市城商行中较低 .....	10
图表 18：两个五年战略的比较 .....	11
图表 19：水利、环境和公共设施管理业贷款占比上升，批零、金融业贷款占比下降 .....	12
图表 20：“科创金引擎”服务客户数量稳健增长 .....	12
图表 21：科创企业贷款余额高速增长 .....	12
图表 22：交易银行“三引擎”客户数量 .....	12
图表 23：债务承销业务保持高速增长 .....	13
图表 24：资产托管规模增速上行 .....	13

图表 25: 直销银行+手机银行+微信银行组成引流矩阵.....	13
图表 26: 个人手机银行用户数量高速增长.....	14
图表 27: 直销银行资产规模高速增长.....	14
图表 28: 零售 AUM 稳健增长.....	14
图表 29: 零售金融条线存款占 AUM 余额比重上升.....	14
图表 30: “公鸡贷”余额高速增长.....	15
图表 31: 按揭贷款稳健增长.....	15
图表 32: 理财产品余额高速增长.....	15
图表 33: 累计销售财富管理产品规模稳健增长.....	15
图表 34: “云抵贷”产品余额高速增长.....	16
图表 35: 信用小微贷款余额高速增长.....	16
图表 36: 小微金融贷款余额稳健增长.....	16
图表 37: 普惠小微金融贷款余额高速增长.....	16
图表 38: 资产质量持续改善.....	17
图表 39: 2022Q1 公司不良率与拨备覆盖率均领先行业.....	17
图表 40: 公司贷款不良率边际改善.....	18
图表 41: 主要行业贷款不良率边际改善.....	18
图表 42: 信用成本下行.....	18
图表 43: 不良生成率下行.....	18
图表 44: 资本充足率有所下行.....	19
图表 45: 资本补充有序推进.....	19
图表 46: 单位资本增量撬动的贷款增量和 RWA 增量系数上升.....	20
图表 47: 估值目标价格 14.97-17.99 元/股, 均值 16.48 元/股.....	22

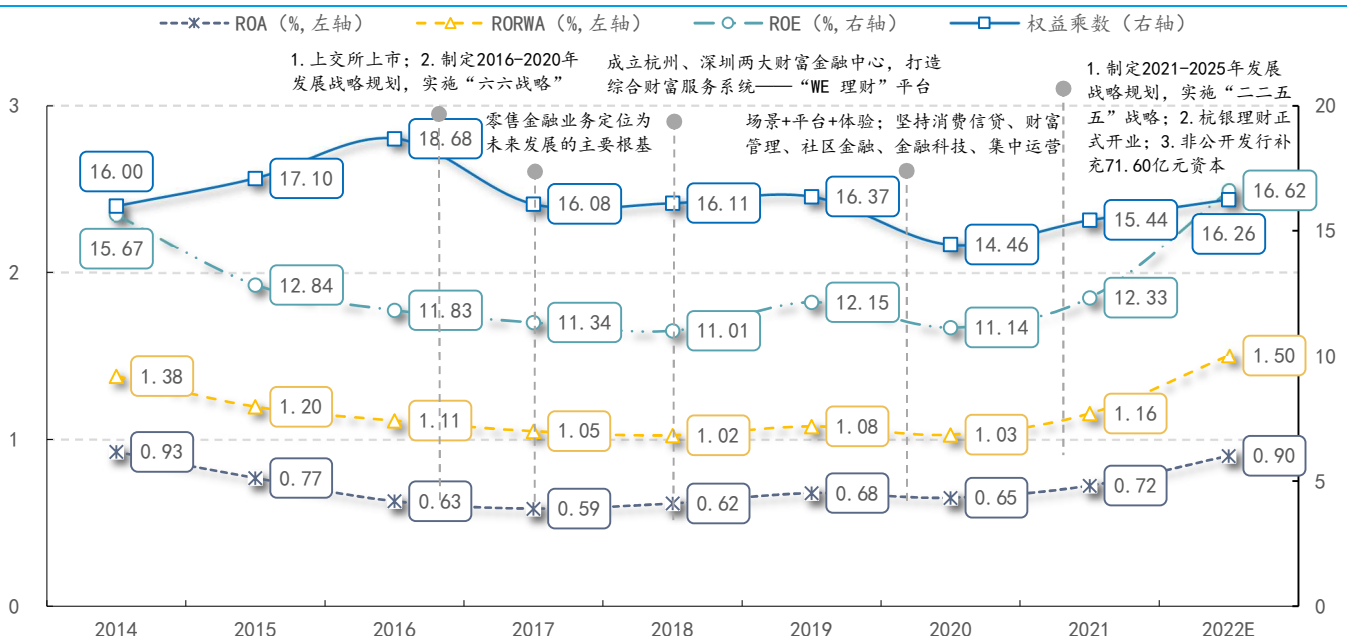
## 1 回报率逐步提升

杭州银行稳固并优化对公基本盘的同时，发力零售、小微和财富管理业务驱动新一轮增长。财务特征如下：

- 从回报率角度看：各项回报率指标均有所回升。1H22 年化后的 ROA/RORWA/ROE 分别回升至 0.90%/1.50%/16.62%。
- 从成长角度看：资产规模稳健增长，增速呈现微笑曲线。1H22 年末资产规模达 15329 亿，同比增长 19.1%。营收和净利润增速中枢自 2018 年以来也明显抬升。
- 从营收结构看：利息净收入仍为主导，中间收入占比提升。1H22 利息净收入同比增长 3.5% 占比 63.4%；手续费及佣金净收入同比增长 37.3%，占比提升至 16.3%；投资收益同比增长 59.3%，占比提升至 16.4%。中间收入中，托管业务收入同比增长 37.9%，占比 62.7%。投行业务收入同比增长 2.1%，占比 13.0%。支出结构中，信用减值损失占比 57.5%，业务及管理费占比 41.0%。
- 从存贷款结构看：存贷款稳健增长。贷款方面，1H22 公司贷款同比增长 28.9%，占比 63.3%；个人贷款同比增长 21.1%，占比 36.7%（其中个人经营贷款占比 14.6%，住房贷款占比 13.1%，消费贷款占比 9.0%）。存款方面，1H22 公司存款同比增长 24.7%，占比 80.5%（其中活期占比 47.1%，定期占比 33.4%）；个人存款同比增长 15.2%，占比 16.9%（其中活期占比 4.9%，定期占比 12.0%）。
- 从展业地区看：主要集中在浙江省内，地区经济活跃。2015 年以来浙江省内贷款占比稳定在 70% 左右，其中杭州区域贷款占比自 54.8% 降至 43.2%（1H22），浙江其余城市占比自 19.3% 升至 31.5%（1H22）。

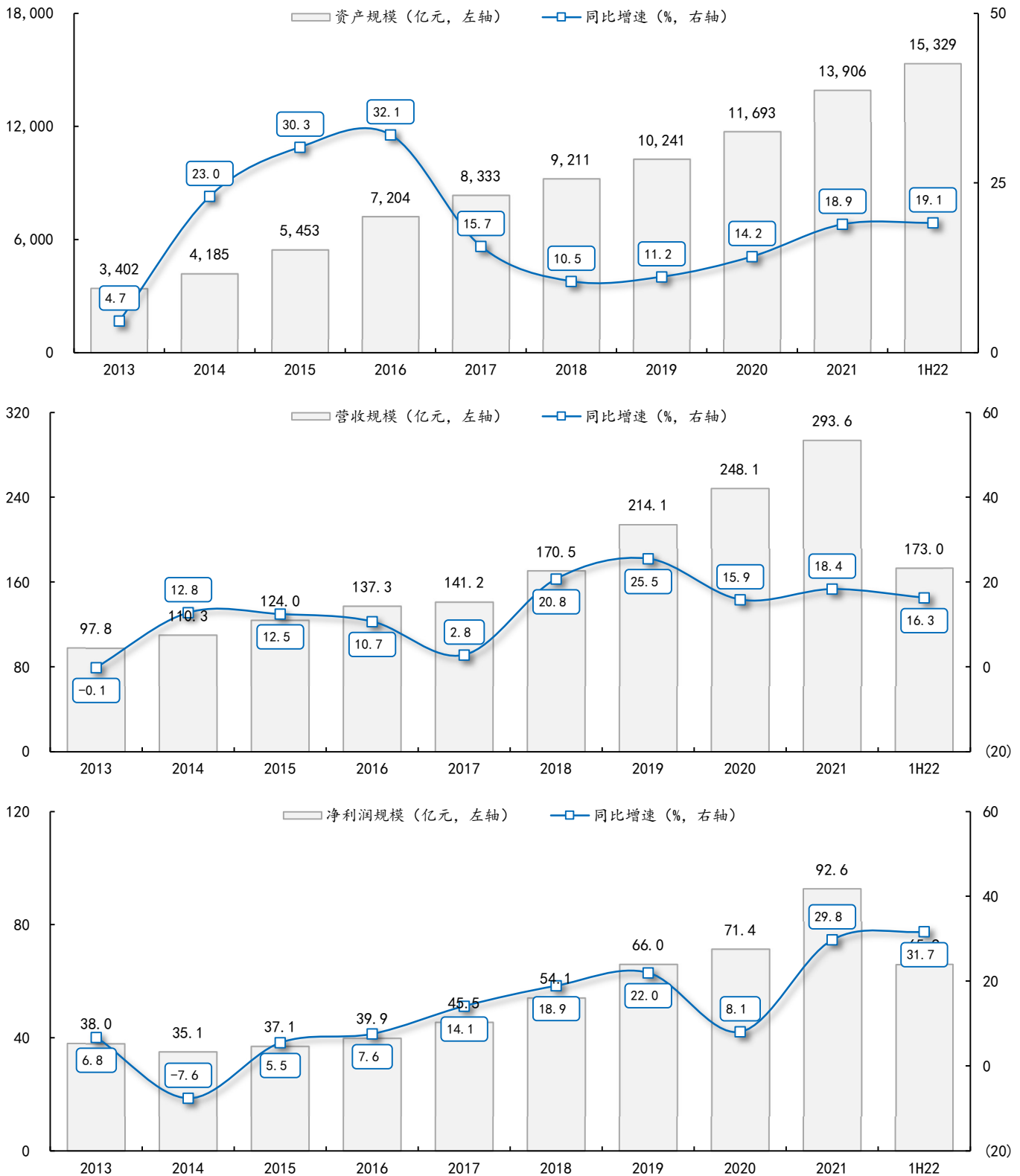
整体而言，公司的风险加权资产/总资产的比值（1H22 为 60.5%），在第一个五年战略中明显上升，但在上市城商行中仍处于较低水平（仅高于青岛银行和厦门银行）。新的五年规划中，零售、小微和财富管理将是决胜关键。

图表 1：战略调整过程及回报率变化



注：2022 数据已年化。来源：wind，公司年报，国金证券研究所

图表 2: 资产规模扩张加速, 营收和利润中枢上升



来源: wind, 国金证券研究所

**图表 3：营收结构中，利息净收入仍为主导**

百万/%	1H22	2021	2020	2019	2018	2022	1Q22
<b>营业收入</b>	<b>17,302</b>	<b>29,361</b>	<b>24,806</b>	<b>21,409</b>	<b>17,054</b>	<b>8,534</b>	<b>8,769</b>
YoY (%)	16.3	18.4	15.9	25.5	20.8	16.9	15.7
——利息净收入	10,974	21,036	19,272	15,613	13,992	5,515	5,459
YoY (%)	3.5	9.2	23.4	11.6	14.1	5.7	1.4
营收占比 (%)	63.4	71.6	77.7	72.9	82.0	64.6	62.3
——手续费及佣金净收入	2,824	3,608	3,015	1,665	1,183	1,342	1,482
YoY (%)	37.3	19.7	81.0	40.8	(26.8)	63.0	20.1
营收占比 (%)	16.3	12.3	12.2	7.8	6.9	15.7	16.9
——投资收益	2,844	3,865	2,493	4,073	2,554	1,435	1,409
YoY (%)	59.3	55.0	(38.8)	59.5	209.5	28.9	109.6
营收占比 (%)	16.4	13.2	10.0	19.0	15.0	16.8	16.1
——其他收益	660	852	26	58	(675)	163	329
YoY (%)	52.5	3,115.3	(54.2)	108.6	(14.9)	54.5	13.9
营收占比 (%)	3.8	2.9	0.1	0.3	(4.0)	1.9	3.8
<b>营业支出</b>	<b>9,926</b>	<b>18,781</b>	<b>16,742</b>	<b>14,100</b>	<b>11,247</b>	<b>4,879</b>	<b>5,047</b>
YoY (%)	9.1	12.2	18.7	25.4	23.1	6.5	11.6
——税金及附加	150	264	247	183	131	75	76
YoY (%)	35.0	6.6	35.6	39.1	6.3	10.1	73.8
营收占比 (%)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
——业务及管理费	4,067	8,017	6,535	6,147	5,101	2,111	1,955
YoY (%)	14.3	22.7	6.3	20.5	13.8	8.8	20.9
营收占比 (%)	23.5	27.3	26.3	28.7	29.9	24.7	22.3
——信用减值损失	5,709	10,500	9,959	7,763	6,010	2,693	3,016
YoY (%)	5.1	5.4	28.3	29.2	32.8	4.7	5.5
营收占比 (%)	33.0	35.8	40.1	36.3	35.2	31.6	34.4
<b>所得税费用</b>	<b>791</b>	<b>1,334</b>	<b>909</b>	<b>714</b>	<b>380</b>	<b>374</b>	<b>417</b>
YoY (%)	2.1	46.6	27.4	88.0	(16.3)	60.4	(23.1)
营收占比 (%)	4.6	4.5	3.7	3.3	2.2	4.4	4.8
<b>归母净利润</b>	<b>6,593</b>	<b>9,261</b>	<b>7,136</b>	<b>6,602</b>	<b>5,412</b>	<b>3,284</b>	<b>3,309</b>
YoY (%)	31.7	29.8	8.1	22.0	18.9	32.0	31.4
营收占比 (%)	38.1	31.5	28.8	30.8	31.7	38.5	37.7

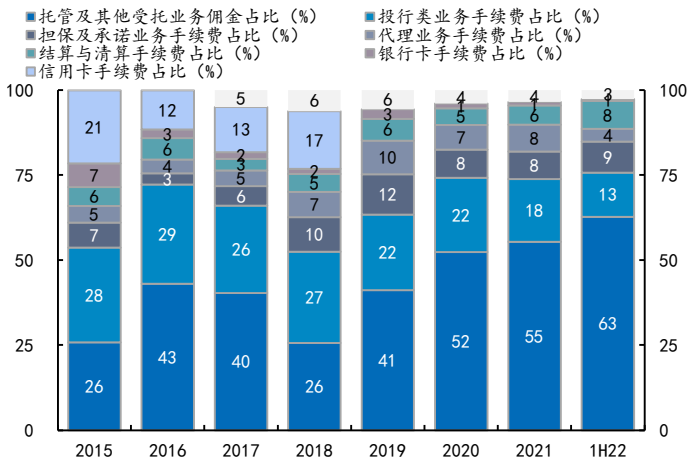
来源：wind，国金证券研究所

**图表 4：利息收入中，贷款利息收入为主导，金融投资收入为重要组成**

百万/%	1H22	2021	2020	2019	2018	2017	2016
<b>利息净收入</b>	<b>10,974</b>	<b>21,036</b>	<b>19,272</b>	<b>15,613</b>	<b>13,992</b>	<b>12,267</b>	<b>11,697</b>
YoY (%)	3.53	9.15	23.43	11.58	14.06	4.88	5.97
<b>利息收入</b>	<b>26,756</b>	<b>48,724</b>	<b>42,714</b>	<b>38,784</b>	<b>36,548</b>	<b>31,314</b>	<b>24,677</b>
YoY (%)	13.18	14.07	10.13	6.12	16.71	26.90	(2.25)
——发放贷款及垫款	15,634	27,242	23,938	21,128	16,407	12,927	11,748
YoY (%)	19.55	13.80	13.30	28.77	26.92	10.04	(12.42)
利息收入占比 (%)	58.43	55.91	56.04	54.48	44.89	41.28	47.61
<b>企业贷款</b>	<b>9,156</b>	<b>15,635</b>	<b>14,213</b>	<b>12,339</b>	<b>9,512</b>	<b>7,820</b>	<b>7,200</b>
YoY (%)	20.50	10.00	15.19	29.73	21.64	8.60	(12.98)
利息收入占比 (%)	34.22	32.09	33.28	31.82	26.03	24.97	29.18
<b>零售贷款</b>	<b>6,079</b>	<b>10,897</b>	<b>9,201</b>	<b>7,893</b>	<b>5,751</b>	<b>4,004</b>	<b>3,630</b>
YoY (%)	16.71	18.44	16.56	37.26	43.64	10.30	(14.16)
利息收入占比 (%)	22.72	22.36	21.54	20.35	15.73	12.78	14.71
<b>票据贴现</b>	<b>399</b>	<b>710</b>	<b>524</b>	<b>365</b>	<b>403</b>	<b>270</b>	<b>224</b>
YoY (%)	47.16	35.59	43.27	(9.29)	49.17	20.54	11.20
利息收入占比 (%)	1.49	1.46	1.23	0.94	1.10	0.86	0.91
——金融投资	9,806	18,817	16,451	14,706	16,555	14,736	10,025
YoY (%)	33.14	14.38	11.87	(11.17)	12.34	47.00	31.83
利息收入占比 (%)	36.65	38.62	38.52	37.92	45.30	47.06	40.63
——存放中央银行	560	1,076	970	919	953	852	764
YoY (%)	4.93	10.95	5.47	(3.58)	11.88	11.58	2.93
利息收入占比 (%)	2.09	2.21	2.27	2.37	2.61	2.72	3.09
——存放同业款项	13	173	213	706	817	1,846	1,027
YoY (%)	(88.70)	(18.97)	(69.80)	(13.53)	(55.74)	79.80	(52.26)
利息收入占比 (%)	0.05	0.35	0.50	1.82	2.24	5.89	4.16
——拆出及买入返售金融资产	742	1,416	1,142	1,495	1,816	953	1,114
YoY (%)	10.92	23.99	(23.61)	(17.67)	90.56	(14.45)	(16.43)
利息收入占比 (%)	2.77	2.91	2.67	3.85	4.97	3.04	4.51
<b>利息支出</b>	<b>15,781</b>	<b>27,689</b>	<b>23,442</b>	<b>23,170</b>	<b>22,556</b>	<b>19,047</b>	<b>12,980</b>
YoY (%)	21.03	18.12	1.17	2.73	18.42	46.74	(8.63)
——吸收存款	9,746	16,873	15,297	13,068	10,447	7,483	5,951
YoY (%)	21.94	10.30	17.05	25.09	39.62	25.74	(17.63)
利息支出占比 (%)	61.76	60.94	65.25	56.40	46.32	39.28	45.85
——应付债券	4,118	5,857	4,056	5,719	6,669	6,546	4,174
YoY (%)	65.76	44.40	(29.07)	(14.25)	1.89	56.82	51.29
利息支出占比 (%)	26.09	21.15	17.30	24.68	29.57	34.36	32.16
——向中央银行借款	553	1,945	2,022	1,477	494	0	9
YoY (%)	(48.14)	(3.80)	36.85	199.30			(75.55)
利息支出占比 (%)	3.50	7.02	8.62	6.38	2.19	0.00	0.07
——同业存入款项	646	1,539	849	959	2,656	3,221	1,635
YoY (%)	(20.20)	81.14	(11.43)	(63.89)	(17.54)	96.98	(54.84)
利息支出占比 (%)	4.09	5.56	3.62	4.14	11.77	16.91	12.60
——拆入及卖出回购金融资产	684	1,402	1,219	1,947	2,290	1,798	1,205
YoY (%)	4.80	15.05	(37.42)	(14.99)	27.36	49.27	112.71
利息支出占比 (%)	4.33	5.06	5.20	8.40	10.15	9.44	9.28
——租赁负债	35	74					
YoY (%)	(1.34)						
利息支出占比 (%)	0.22	0.27					

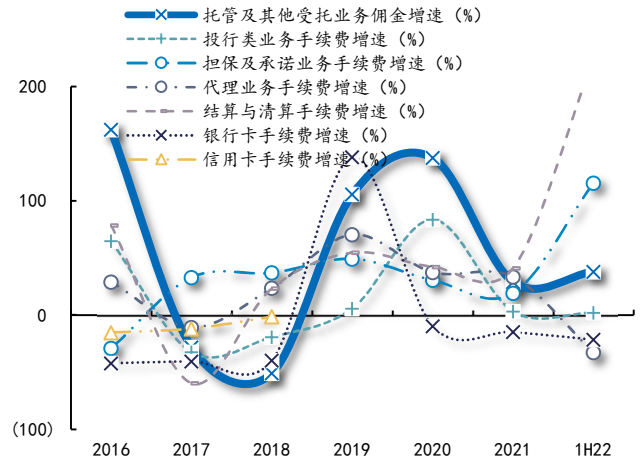
来源：wind，公司年报，国金证券研究所

图表 5：托管和投行业务收入占中收比重超 70%



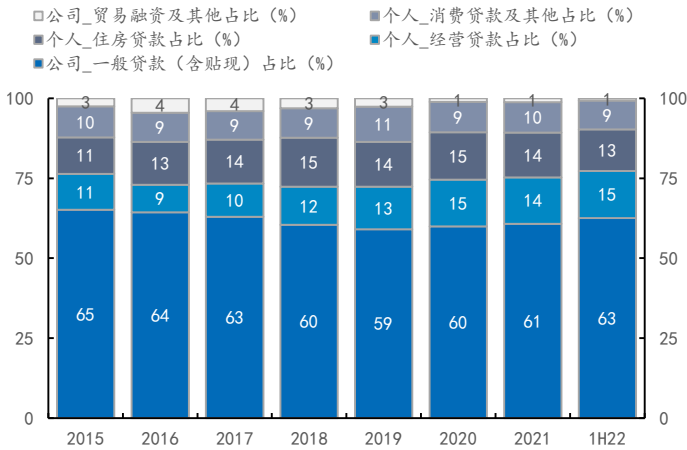
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 6：托管和投行业务收入增速上行



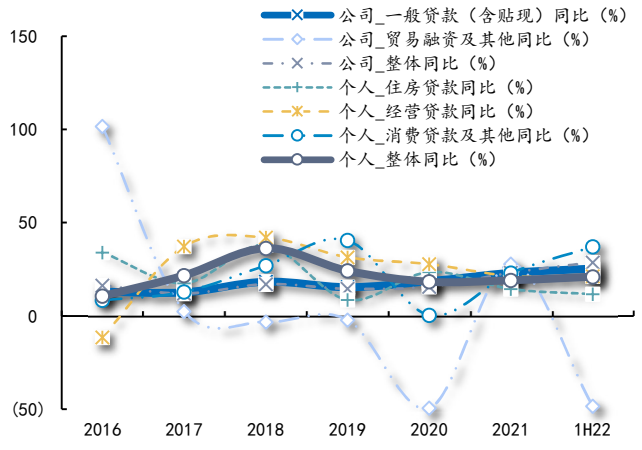
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 7：对公贷款为主导



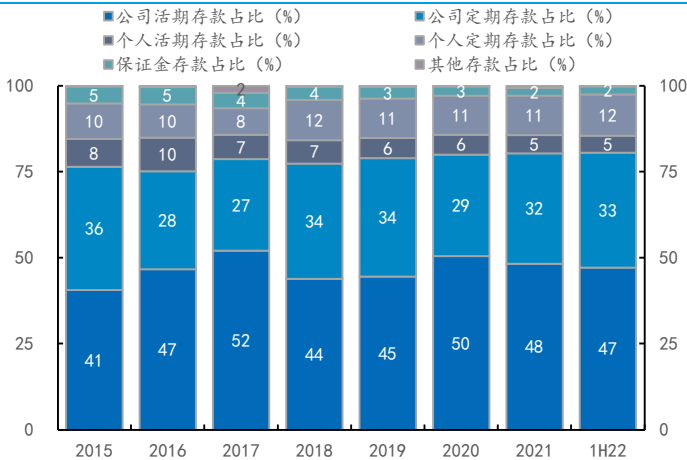
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 8：各项贷款稳健增长



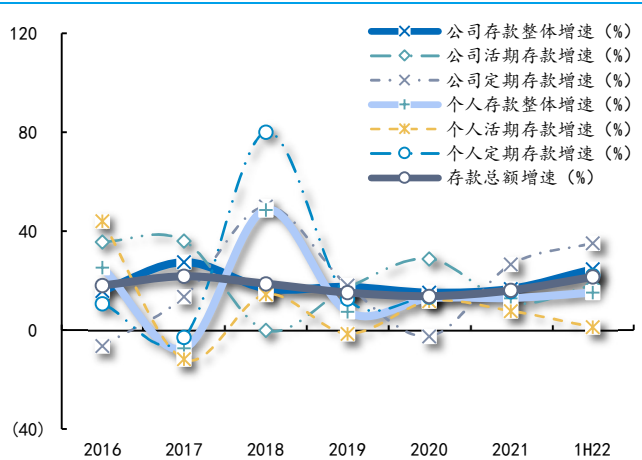
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 9：对公存款为主导



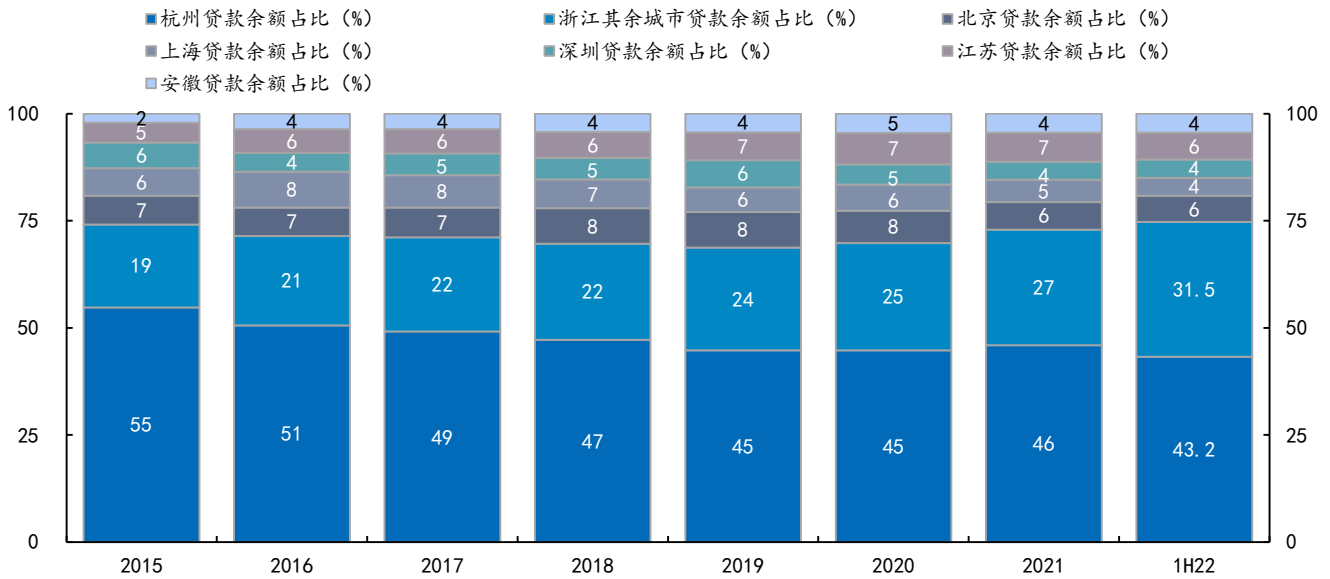
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：各项存款稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 11: 浙江省内贷款为主导



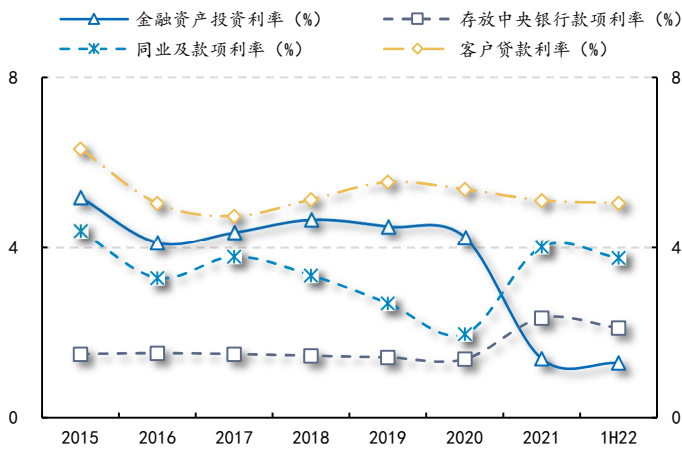
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 12: 展业地区经济活跃

分行及以上	分部机构资产/当地GDP (%)			分部机构资产/当地贷款存量 (%)			贷款增速 (%)			名义GDP增速 (%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
杭州总行	27.1	28.0	30.4	10.1	9.2	9.8	14.9	19.3	14.4	13.8	4.8	12.4
北京分行	2.0	2.4	2.3	0.9	1.1	1.0	10.2	10.1	9.9	7.1	1.9	11.5
上海分行	1.2	1.4	1.3	0.6	0.7	0.6	9.3	5.7	23.1	5.5	1.9	11.7
深圳分行	1.6	1.2	1.4	0.7	0.5	0.6	19.1	15.4	19.5	11.2	2.8	10.8
南京分行	2.9	3.0	3.0	1.2	1.2	1.1	18.3	11.9	15.2	9.4	5.6	10.4
合肥分行	2.7	2.8	2.6	1.6	1.6	1.5	12.2	15.5	15.0	9.3	6.8	13.6
宁波分行	1.9	2.2	2.4	1.1	1.1	1.2	12.6	15.1	15.9	11.5	3.5	17.6
温州分行	1.3	1.5	2.3	0.7	0.7	1.1	15.6	17.7	16.7	10.0	4.0	10.4
绍兴分行	3.0	3.0	3.4	2.0	1.8	2.0	14.2	18.4	16.1	6.7	3.8	13.2
衢州分行	3.9	4.3	3.7	2.4	2.3	1.9	14.0	18.6	18.0	7.0	4.2	14.4
金华分行	1.6	1.9	2.2	0.9	0.9	1.0	14.1	18.7	16.5	11.2	3.2	13.8
丽水分行	1.9	5.8	2.8	1.2	3.2	1.4	16.2	23.8	19.1	5.9	4.3	11.0
舟山分行	6.5	6.3	5.8	3.7	3.5	3.0	21.1	11.4	21.2	10.0	10.2	12.7
嘉兴分行	3.0	4.5	5.2	2.0	2.5	2.7	18.2	25.3	22.5	10.2	2.6	15.4
台州分行	0.5	0.6	0.7	0.3	0.3	0.4	16.7	15.6	18.7	5.3	2.5	9.9
湖州分行	1.3	2.8	3.4	1.3	1.5	1.7	24.5	22.9	21.6	8.4	2.5	13.9
<b>全国</b>							<b>12.3</b>	<b>12.8</b>	<b>11.6</b>	<b>6.0</b>	<b>2.2</b>	<b>8.1</b>
<b>浙江</b>							<b>15.1</b>	<b>18.0</b>	<b>15.4</b>	<b>6.8</b>	<b>3.6</b>	<b>8.5</b>
<b>江苏</b>							<b>15.3</b>	<b>15.9</b>	<b>14.7</b>	<b>6.1</b>	<b>3.7</b>	<b>8.6</b>

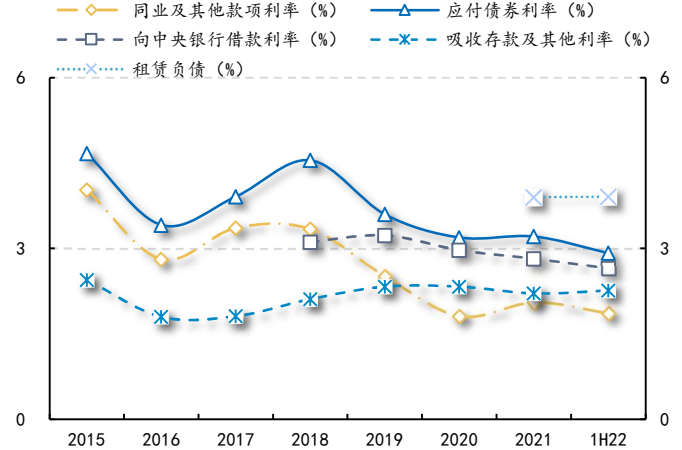
来源: wind, 国金证券研究所

图表 13: 生息资产收益率



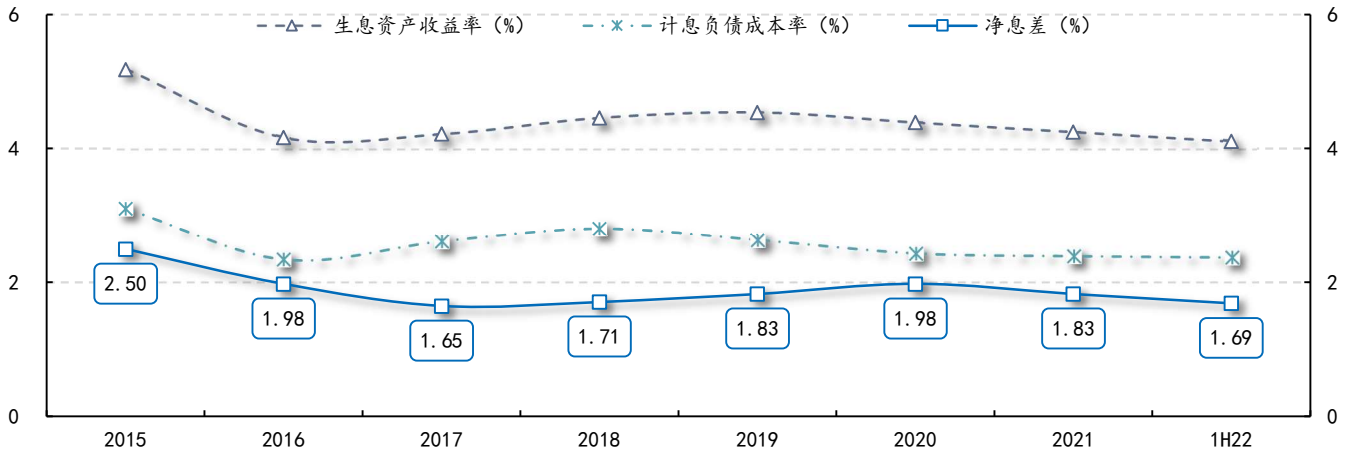
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 14: 计息负债成本率



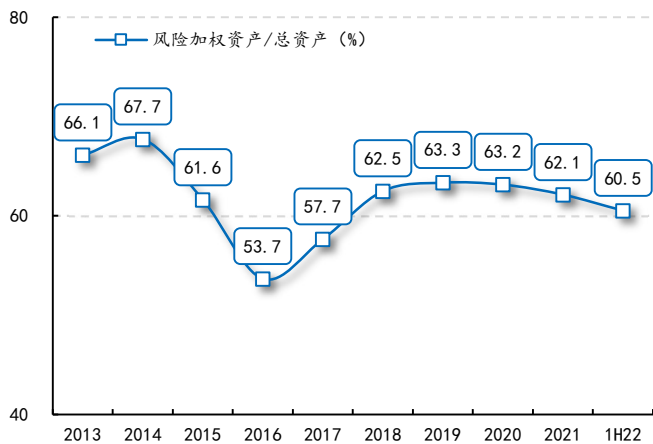
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 15: 净息差边际收缩



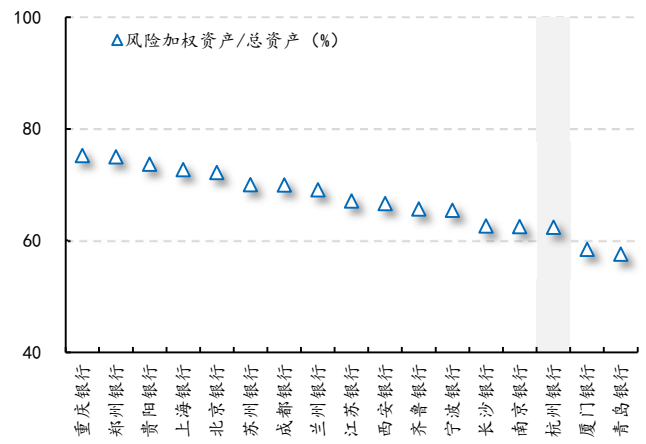
来源: wind, 国金证券研究所

图表 16: RWA 占总资产比重下行



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 17: RWA 占总资产比例在上市城商行中较低



来源: 公司年报, 国金证券研究所

## 2 从规模驱动到效能驱动

对比前后五年战略，“二二五五”新战略的关键词是客户和效能。对公业务强调了客群差异化和金融解决方案的特色化；零售业务强调了客户分层和产品的体系化；特别注重优化小微企业产品体系，向信用贷款延伸；更加注重科技创新和集约化。

图表 18：两个五年战略的比较

“六六”战略 2016-2020		“二二五五”战略 2021-2025	
<b>聚焦六大业务</b>	<b>建设六项能力</b>	<b>聚焦五大业务</b>	<b>建设五大核心能力</b>
<b>做强大零售</b> 大力发展财富管理业务，通过拳头产品推动消费信贷业务，调整存量小微贷款结构  <b>做专大公司</b> 聚焦部分行业，推动投资联动  <b>做优大资管</b> 资产管理业务，形成特色化品牌。金融市场业务强调外部合作，构建同业平台  <b>区域化特色</b> 做精杭州，深挖存量客户；做强省内，推动公私联动；做深长三角，立足省会；做专北上深，开展特色业务  <b>数字化创新</b> 发展直销银行等数字平台、数字化改造传统业务推动获客与销售  <b>综合化经营</b> 积极寻求综合化发展机遇	<b>组织管理能力</b> 加强人才团队建设，优化考核体系，推动条线化改革  <b>风险经营能力</b> 打造垂直内嵌的风险管理体系及专业的审批官团队，完善风险全流程管控  <b>合作协同能力</b> 推动跨条线跨机构合作与交叉销售；加强外部协同；优化决策流程与业务流程  <b>资源配置能力</b> 成立独立的资产负债管理部  <b>成本定价能力</b> 强化管理会计与全成本核算能力，强化综合定价能力  <b>系统建设能力</b> 打造双速IT建设能力，强化数据管理与应用能力	<b>做强公司</b> 推动机构和企业客户增长，针对目标客群打造差异化和特色化金融解决方案  <b>做大零售</b> 重点发力财富管理和消费信贷，建立体系化、分层分类的财富客户经营体系  <b>做优小微</b> 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  <b>做专资管</b> 夯实投研体系和客户营销服务体系，转型大资管全链条管理  <b>做实区域</b> 做深杭州城区、做强六大分行、做精省内分行、做专县域支行  <b>两个转型</b> 从“产品导向”到“客户导向” 从“规模驱动”到“效能驱动”	<b>科技创新</b> 坚持“科业共创和数据驱动”，提高数据集成、技术提供等能力  <b>智慧运营</b> 坚持“效率集约和体验卓越”，强化网点服务统筹、支付结算产品中台、流程作业服务和风险监测能力  <b>风险合规</b> 坚持“风险专业和合规全程”，实现风控全面、专业、高效、智能  <b>资产配置</b> 坚持“资产配置科学和资负前瞻”，提升资本、费用、预算定价管理水平  <b>组织人才</b> 坚持“组织升级和专业提升”，强化人才引进、选用和培养能力  <b>两个目标</b> ✓ 财务目标 ✓ 客户目标

来源：公司年报，国金证券研究所

### 2.1 对公贷款集中于优质行业，交易银行加快转型

#### ■ 调整行业贷款结构，发力科技文化金融

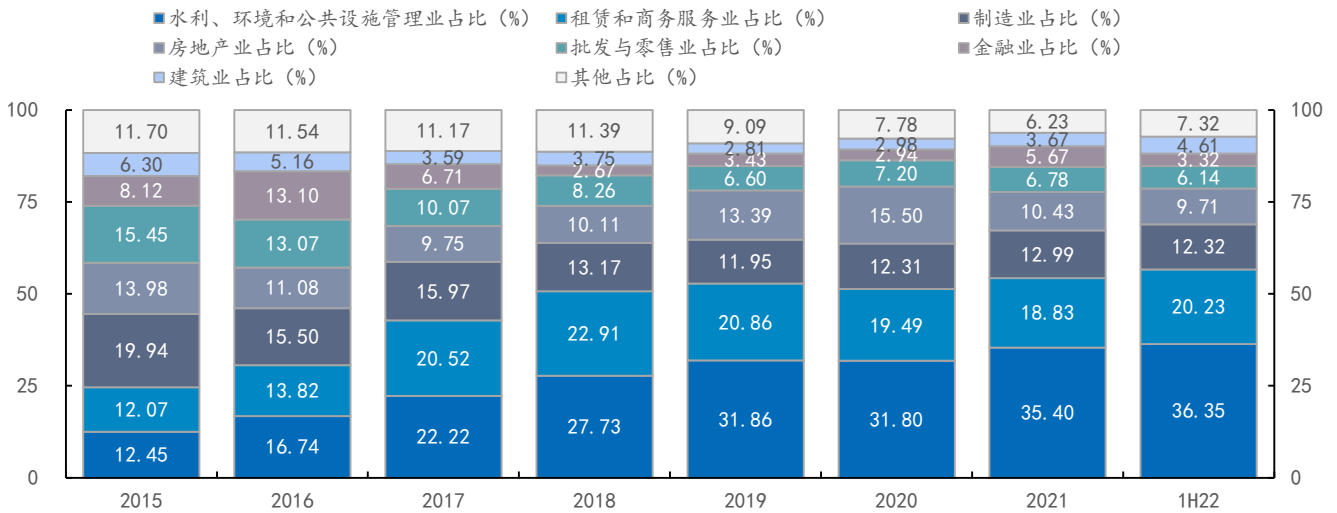
对公贷款业务审慎推进。从贷款结构看，水利、环境和公共设施管理行业贷款占比稳步提升，批零、金融行业贷款占比下降。各行业贷款不良率均有所下降，水利、环境和公共设施管理行业贷款质量保持优异（1H22 为 0.01%）。此外，支持实体企业，包括大型龙头制造业、专精特新制造业、科技型制造业、出口型制造业等重点客户。截至 1H22，制造业贷款达 516.16 亿元，较年初增长 9.04%，占公司贷款比重达 12.3%。“科创金引擎”累计服务企业达 9842 户，较年初增长 7.4%。2021 年末科创企业融资达 469.9 亿元，同比增长 4.7%。

#### ■ 交易银行加快转型，投资银行强化直接融资和 ABS

交易银行主要是财资、贸易和外汇。财资业务主要依托政务合作项目。贸易业务精准滴灌中小企业，围绕政府订单持续升级“云采贷”，打造“在线投保+履约保函+农民工工资专户”的体系化服务。外汇业务参与小微出口企业“杭信贷”的首批试点，业务量位于杭州市场第一。截至 1H22，财资、贸易、外汇业务服务客户数分别达 2589 户、5230 户、3480 户，同比分别增长 44.3%、149.6%、27.2%。

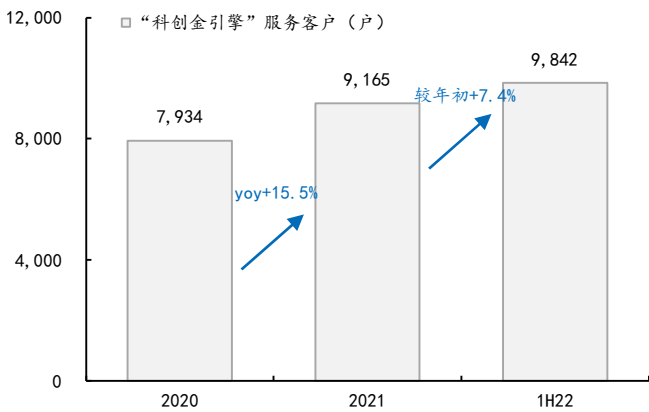
投资银行强化直接融资。债券承销规模保持高速增长，1H22 公司承销各类债务融资工具 858.84 亿元，同比增长 27.9%，保持区域领先地位。

图表 19: 水利、环境和公共设施管理业贷款占比上升, 批零、金融业贷款占比下降



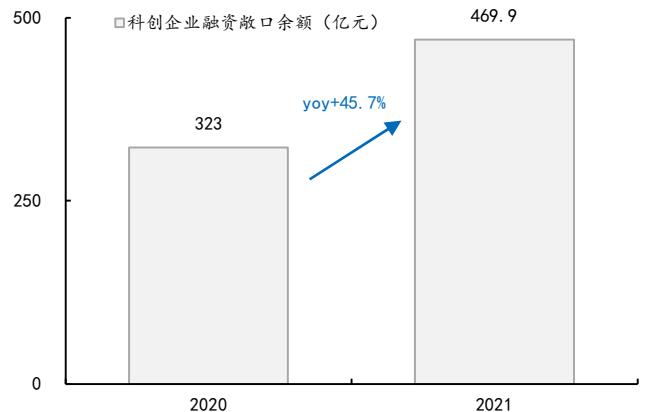
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 20: “科创金引擎”服务客户数量稳健增长



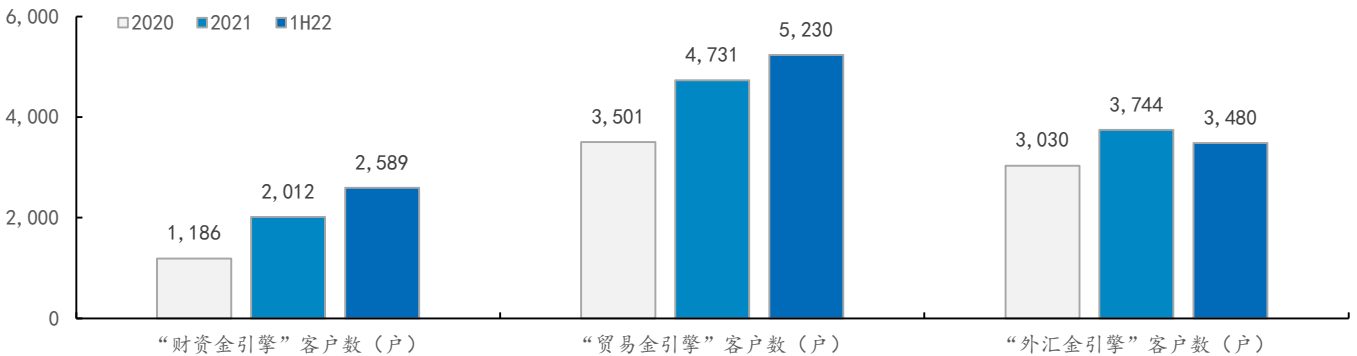
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 21: 科创企业贷款余额高速增长



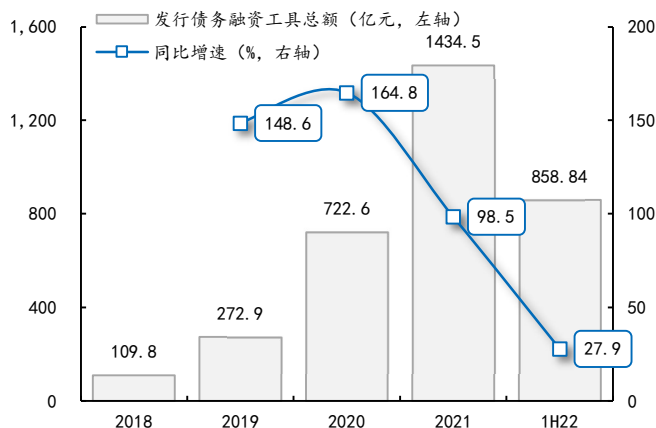
来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 22: 交易银行“三引擎”客户数量

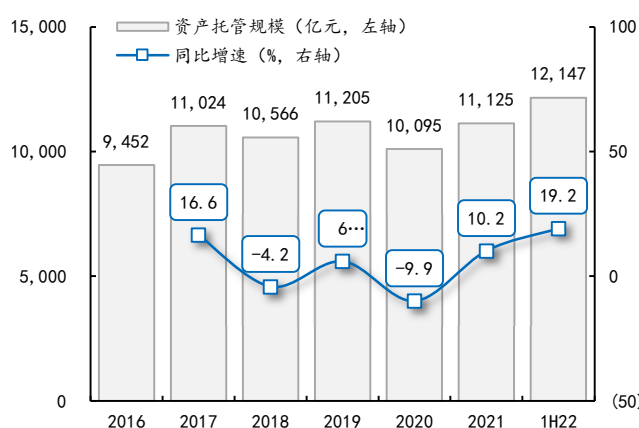


来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 23：债务承销业务保持高速增长



图表 24：资产托管规模增速上行



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

## 2.2 零售业务：线上线下引流+零售贷款+财富管理

### ■ 引流：线上化、移动化、场景化

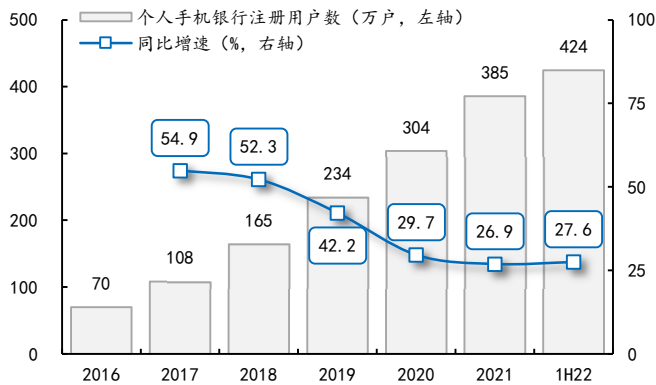
线上化渠道包含直销银行、手机银行和微信银行。其中，(1) 直销银行：聚焦理财，打造“场景+支付+沉淀”生态。1H22 直销银行管理资产规模达 242.07 亿，同比增长 166.1%。代销理财产品销售额超 130 亿。同时推动账户和支付等金融服务融入政务民生、健康医疗等场景，带动结算和存款沉淀。(2) 手机银行：配置是“银行功能+日常场景+融资+财富管理(理财+代销)”，基本功能和日常场景作为引流手段，融资和财富管理业务作为变现方式。截至 1H22，个人手机银行签约客户数量已经达 424.31 万，同比增长 27.6%，MAU 峰值达 138.36 万。(3) 微信矩阵：包含了微信营业厅、网点查询以及相关小程序，属于一般门户。WE 服务公众号则偏重理财，包含 WE 理财和神机营两个基金产品序列。

图表 25：直销银行+手机银行+微信银行组成引流矩阵

账户	转账	理财	信用卡	贷款	基金	个人外汇	存款	工具助手	其他服务	缴费	生活	
杭州银行APP	我的账户	转账汇款	我的理财	我要办卡	喜鸡贷	基金	购汇	存款	房贷计算器	房贷税查询	社保缴费	美食
hzbank	收支明细	关联转账	新钱包	积分专区	幸福添利	幸福添利	结汇	通知存款	在线客服	e网办	缴费代扣	影音
	扫码付款	手机号收款	风险评估	车位分期	薪添利	薪添利	汇出汇款	定期存款	网点查询	保险	公共支付	出行
	银行卡		柜台债	教育分期	云抵贷	小基快跑	外币开户	结构性存款	意见反馈	银证速递	生活缴费	喜马拉雅
	他行卡转入		合格投资者	税金贷	汽车分期	汽车分期	外币兑换	大额存单	银行公告	刷脸付	委托扣税	卡券包
	存款证明		高净值申请	人才贷	车位分期	车位分期	外汇买卖	百盈存款	大额存单转让	爱心捐款	学费	游戏视频
	电子工资单			公鸡装修贷	人才贷	人才贷				银联代收	法院缴费	油卡充值
	无卡取款									活动专区	小客车竞价	话费充值
										大额预约取现	e收宝	资讯要闻
										移动支付缴税	购房保证金	神机营
杭银直销APP	百业贷	精选	购房保证金	杭州银行公众号	微信营业厅	e开户	信用卡权益	杭州银行	杭州银行WE服务	理财甄选	公鸡贷	神机营
	宝石贷	活期	公积金	hzbank	直销网厅	公鸡贷	网点查询	小微贷款	公众号	产品超市		目标赢
	云抵贷	定期	房产估值		社会保障卡	人才服务	热门活动	公鸡贷		基金服务		基金投顾
		投资	约惠生活		信用卡申请	在线客服		宝石山		私募&信托		新发基金
			还信用卡					WE管家		理财咨询		
			微医健康					云抵贷				
								信用卡				
								.....				

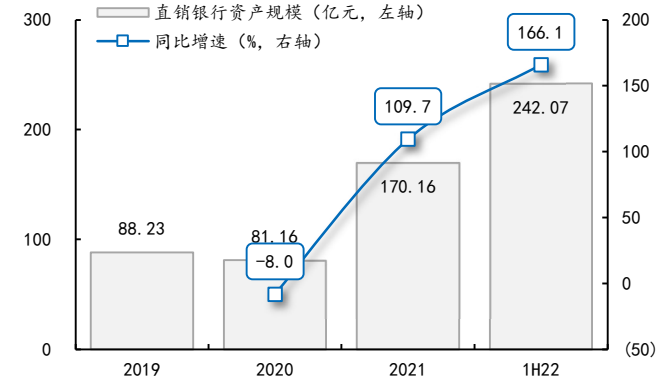
来源：公司各大 APP 及微信公众号，国金证券研究所

图表 26：个人手机银行用户数量高速增长



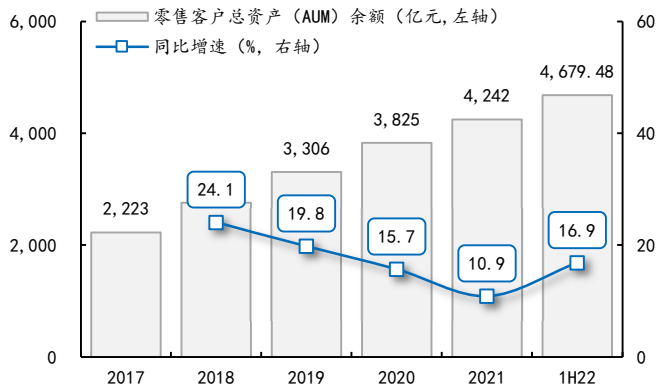
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 27：直销银行资产规模高速增长



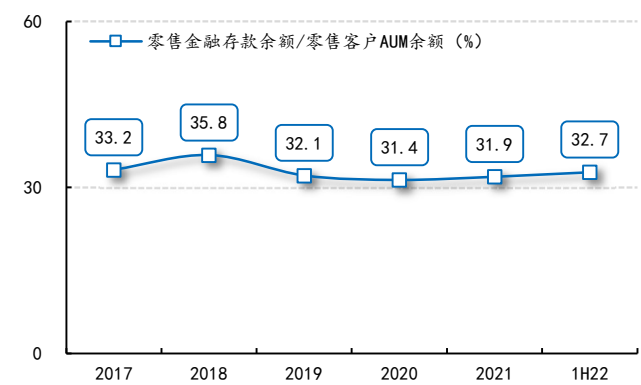
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 28：零售 AUM 稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 29：零售金融条线存款占 AUM 余额比重上升

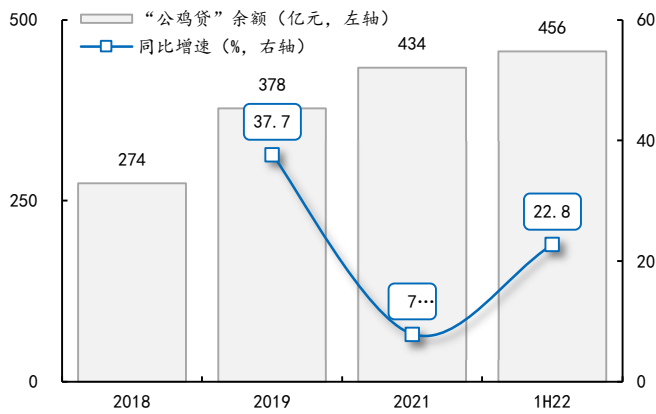


来源：公司年报，国金证券研究所

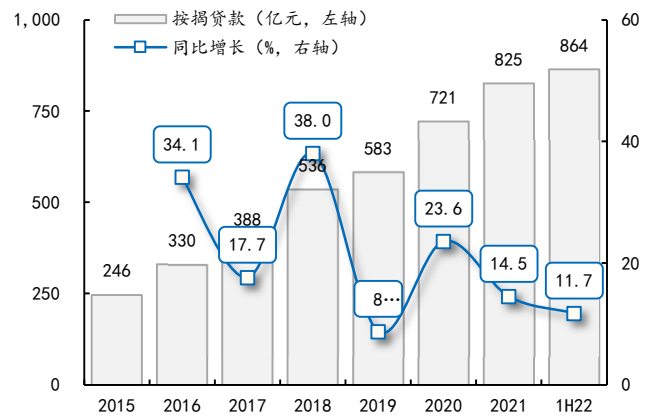
### ■ 融资：消费贷信用下沉，按揭贷效率提升

信用贷的拳头产品是“公鸡贷”，通过信用下沉拓宽客户覆盖范围，提高客群的价值深度。截至 1H22，个人消费贷款达 594.54 亿，同比增长 37.2%。其中公鸡贷余额为 456.05 亿，同比增长 22.8%，占消费贷比重达 77%。按揭贷款方面，主动调整投放节奏和价格，提升业务营运效率和客户体验，完成多家异地分行的房贷中心建设，1H22 余额达 863.94 亿，同比增长 11.8%。

图表 30：“公鸡贷”余额高速增长



图表 31：按揭贷款稳健增长



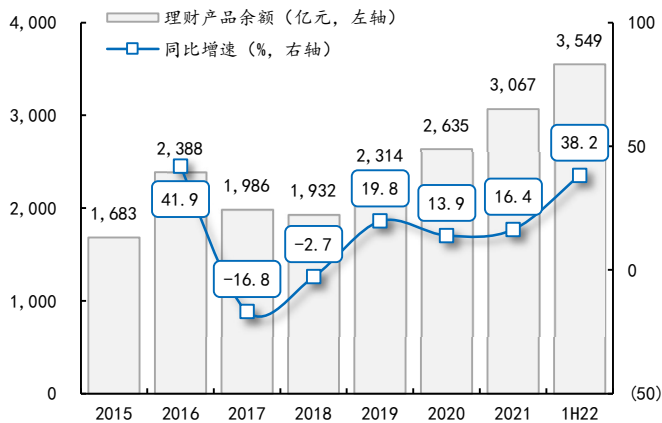
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

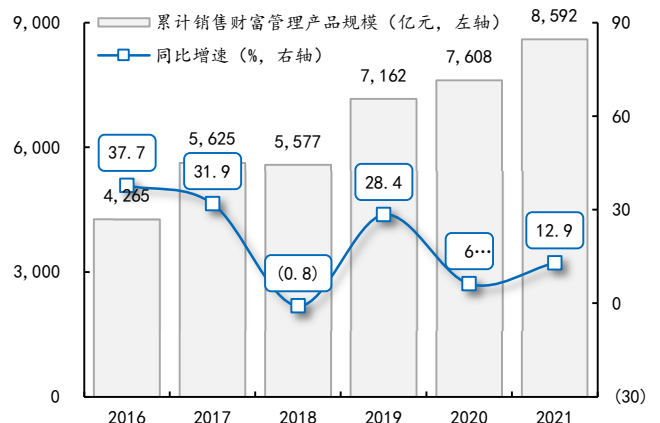
### ■ 财富管理：团队建设+丰富代销品类

财富管理业务发展在短期和长期有差异。短期来看，代销和理财是迅速推动业务的主要手段，需要丰富产品体系（加大了家族信托和保险产品引进）和扩充理财经理团队。长期看来，则需要构建客户分层，提供差异化服务，形成品牌效应（公司有 WE 理财和神机营两个基金服务品牌）。截至 1H22，理财产品余额达 3549 亿，同比增长 38.2%。2021 年累计销售零售财富管理产品达 8592 亿，同比增长 12.9%。代销业务余额 507.72 亿，同比增长 16.8%。

图表 32：理财产品余额高速增长



图表 33：累计销售财富管理产品规模稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

### 2.3 小微贷款规模高速增长，质量持续优化

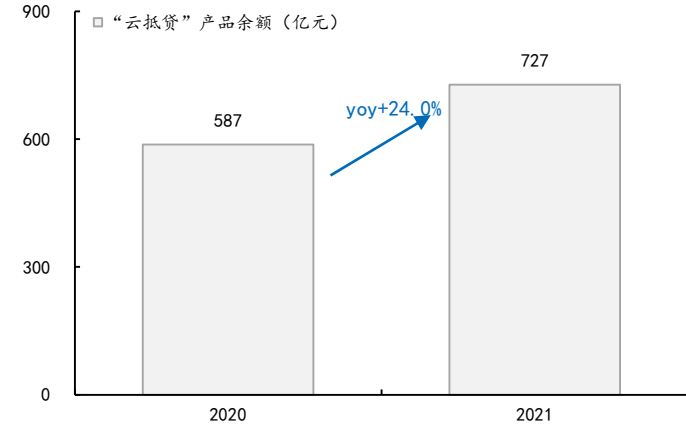
数据赋能小微信贷，抵押和信用齐发力。(1) 抵押方向，优化“云抵贷”产品平台，通过客户分层，为客户提供集中看房、集中作业、线上征信查询、系统复估等服务来提升效率。2021 年末“云抵贷”产品余额达 727.3 亿，同比增长 24.0%，占小微条线贷款总额比重达 78.2%。(2) 信用方面，主要聚集税务客户、本行存量经营类抵押客户、他行经营类抵押客户、本行存量结算小微客户、农户客户等五类重点客群，开拓小微信用贷款，实施集约管理和差异化考核，运用名单制度开展网格化营销。

差异化的区域战略，省内复制和推广“台州模式”。(1) 省外分行主要以“云抵贷”为主，搜寻小微企业金融园区，深度挖掘房屋抵押贷款及厂房按揭类客户，为供应链下游小微企业服务。(2) 省内机构主要以队伍扩建为主，2021 年末小微客户经理突破 1000 人，组建营销团队 194 个，提升专业化和标

准化。此外，台州分行依托独立体制机制，运用“跑街”模式。总行小微金融部门下面专门设立了信用小微业务管理部，复制和推广“台州模式”。

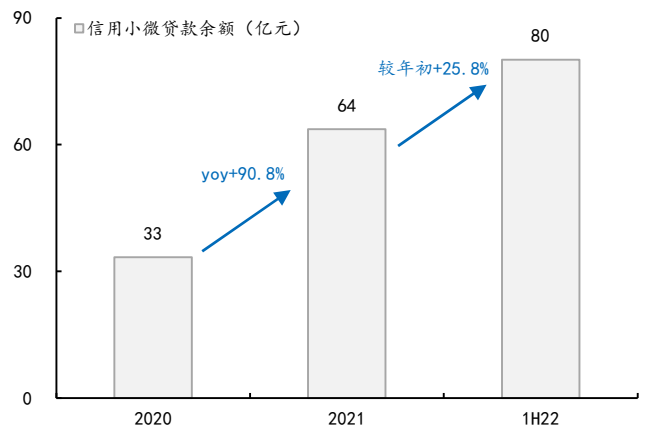
小微贷款稳健增长，质量持续改善。1H22，小微贷款余额达 1032.81 亿，同比增长 19.5%。普惠型小微贷款余额 1047.43 亿，同比增长 23.8%。小微金融条线不良率 0.55%，较年初下降 0.09 个百分点。

图表 34：“云抵贷”产品余额高速增长



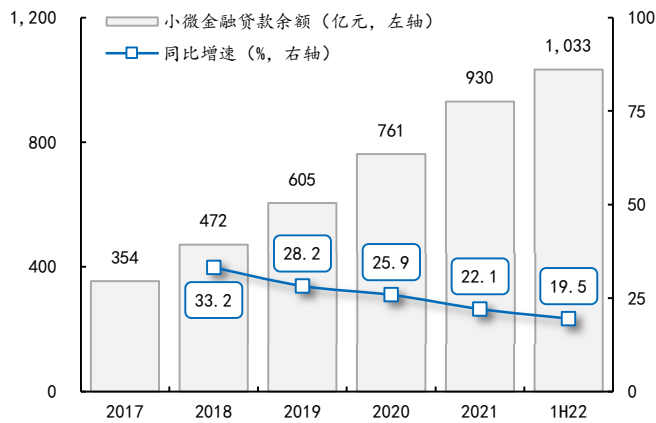
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 35：信用小微贷款余额高速增长



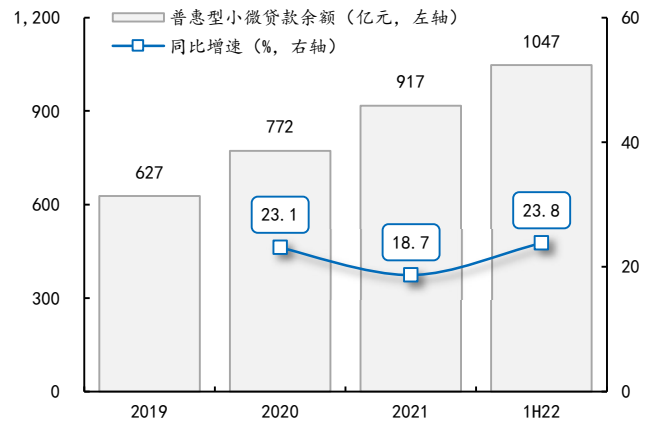
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 36：小微金融贷款余额稳健增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 37：普惠小微金融贷款余额高速增长

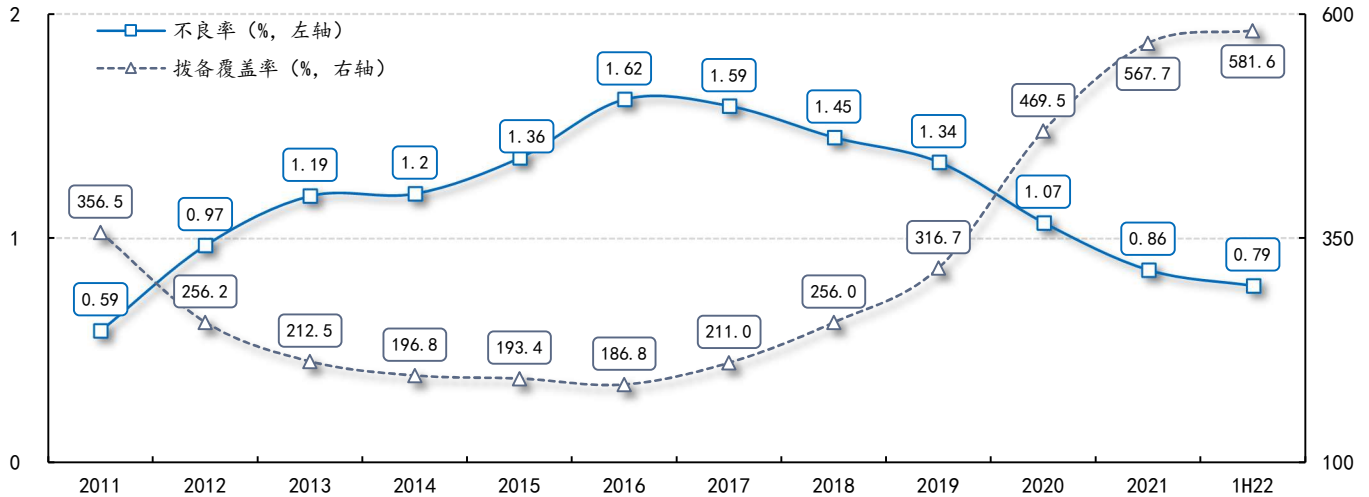


来源：公司年报，国金证券研究所

### 3 资产质量出类拔萃，资本驱动系数扩大

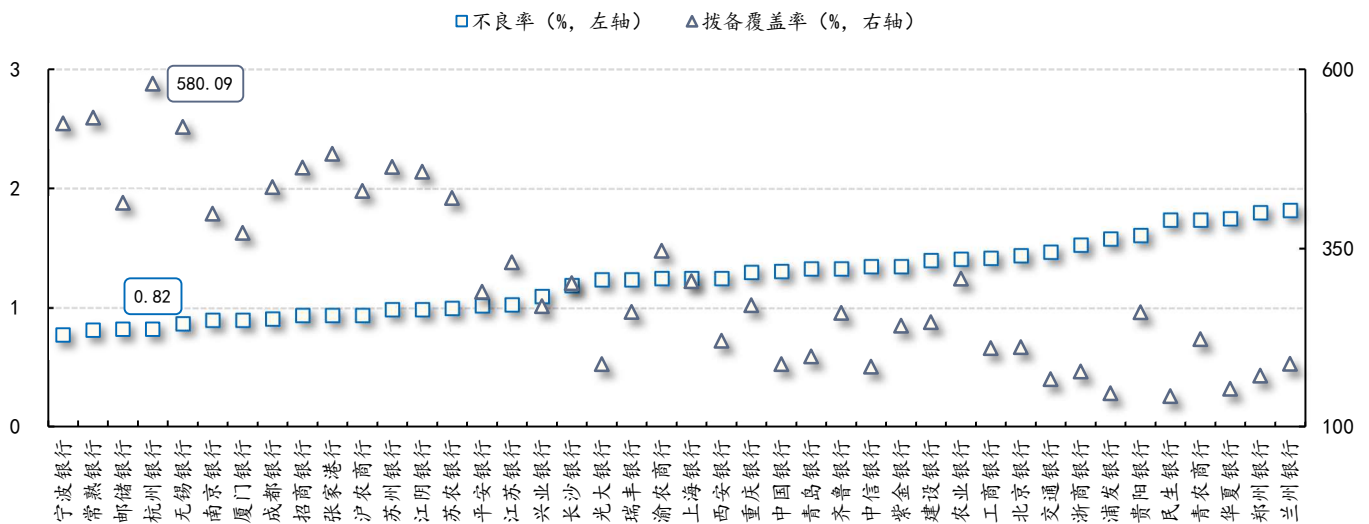
截至 1H22，公司不良率为 0.79%，较年初下降 0.07 个百分点。拨备覆盖率高达 581.6%，较年初上升 13.89 个百分点。横向对比，2022Q1 不良率（0.82%）和拨备覆盖率（580.1%）在上市银行中分别排第四和第一，领先行业。分贷款类型看，公司贷款质量改善，整体不良率较年初下降 0.15 个百分点。个人贷款不良率有所上升，较年初下降 0.06 个百分点。公司一般贷款（含贴现）/贸易融资及其他/个人住房贷款/个人经营贷款/个人消费贷款及其他不良率较年初变化分别为-0.16/+0.49/+0.03/+0.01/+0.18 个百分点。优异的资产质量，为新业务探索提供了基础。

图表 38：资产质量持续改善



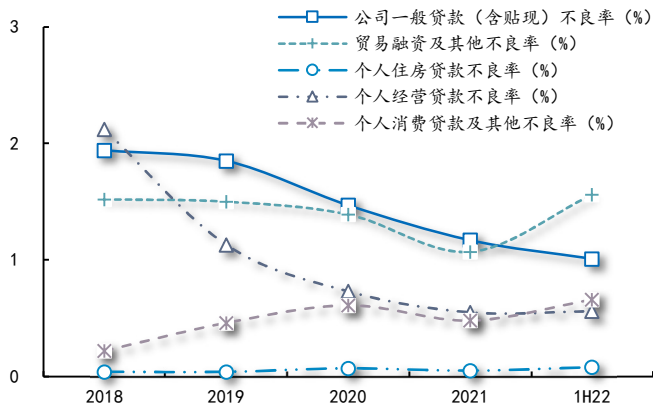
来源：wind，国金证券研究所

图表 39：2022Q1 公司不良率与拨备覆盖率均领先行业



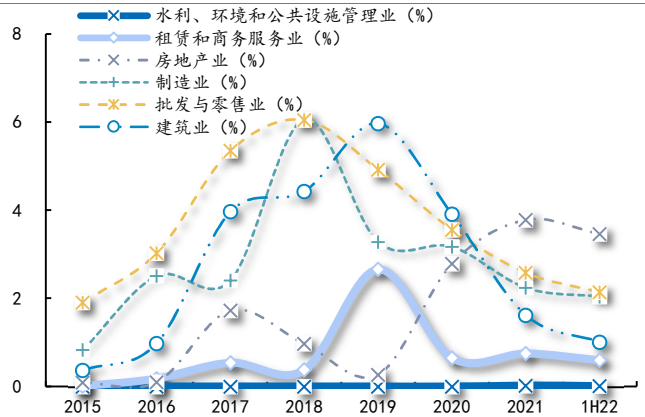
来源：wind，国金证券研究所

图表 40：公司贷款不良率边际改善



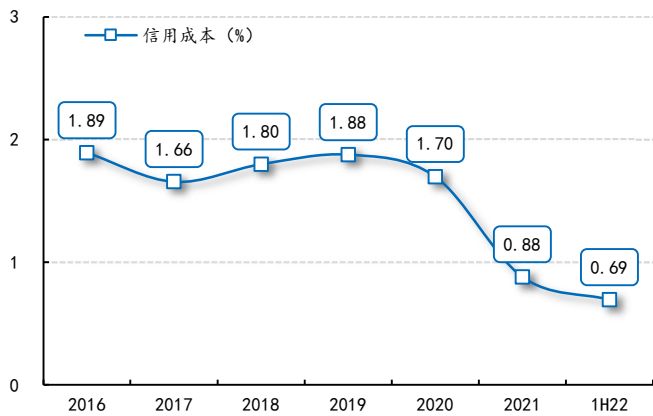
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 41：主要行业贷款不良率边际改善



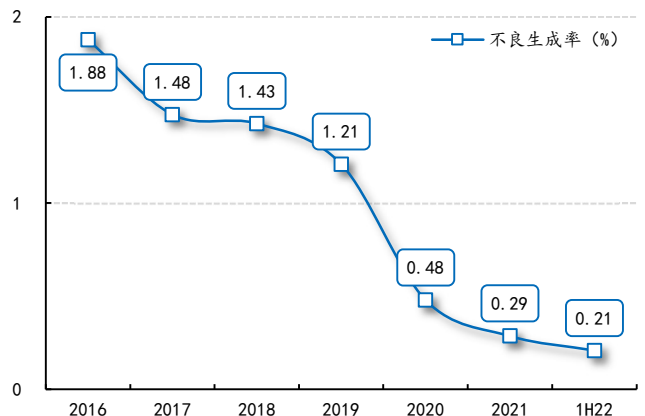
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 42：信用成本下行



注：1H22 数据已年化。来源：wind，国金证券研究所

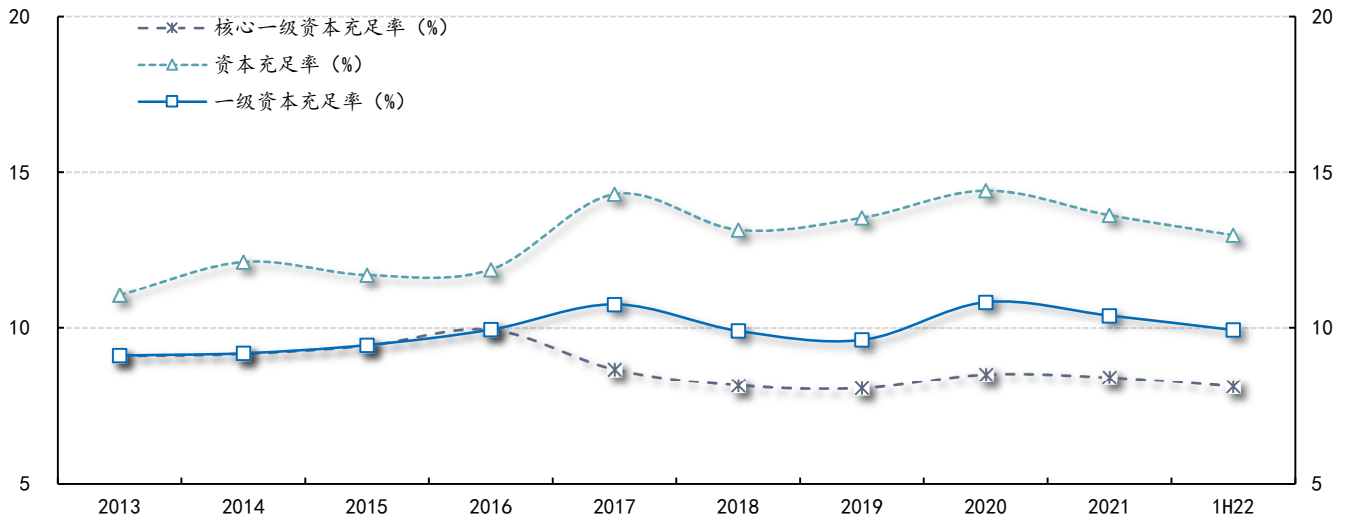
图表 43：不良生成率下行



注：1H22 数据已年化。来源：wind，国金证券研究所

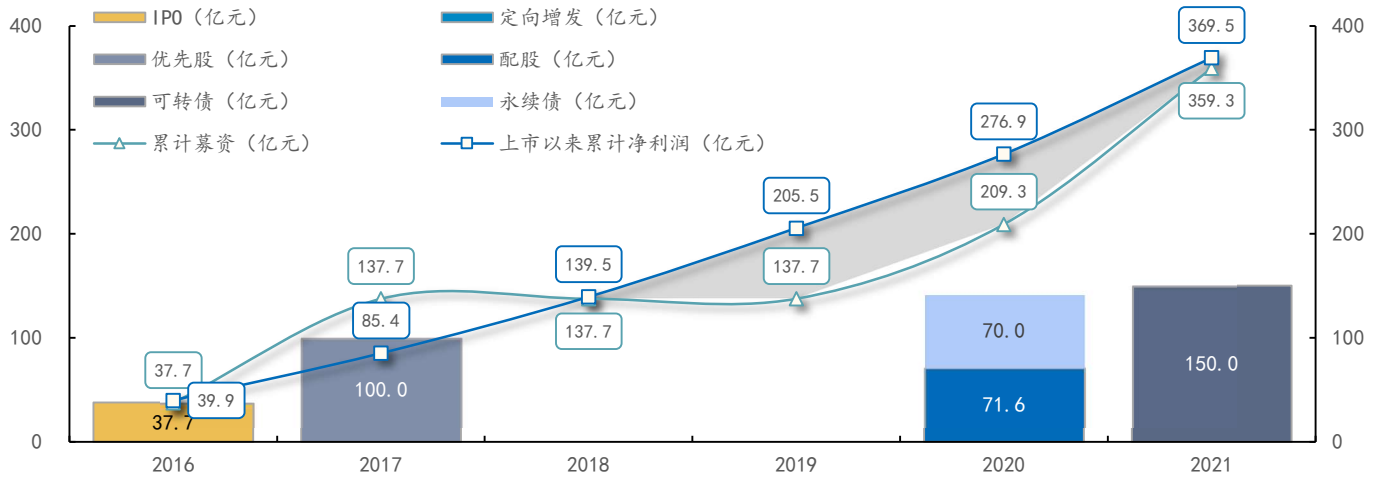
资本补充，支撑增长。2020 年发行 70 亿元永续债和 8 亿股的非公开发行（71.6 亿元），2021 年发行 150 亿可转债补充资本。截至 1H22，可转债余额 149.99 亿，若转股成功，预计可提升核心一级资本 1.62 个百分点（以 1H22 9277.94 亿 RWA 为基准）。用贷款增量和 RWA 增量分别对核心一级资本增量计算一个比例，可以发现单位资本增量撬动的贷款增量和 RWA 增量系数自 2020 年以来明显上升。

图表 44：资本充足率有所下行



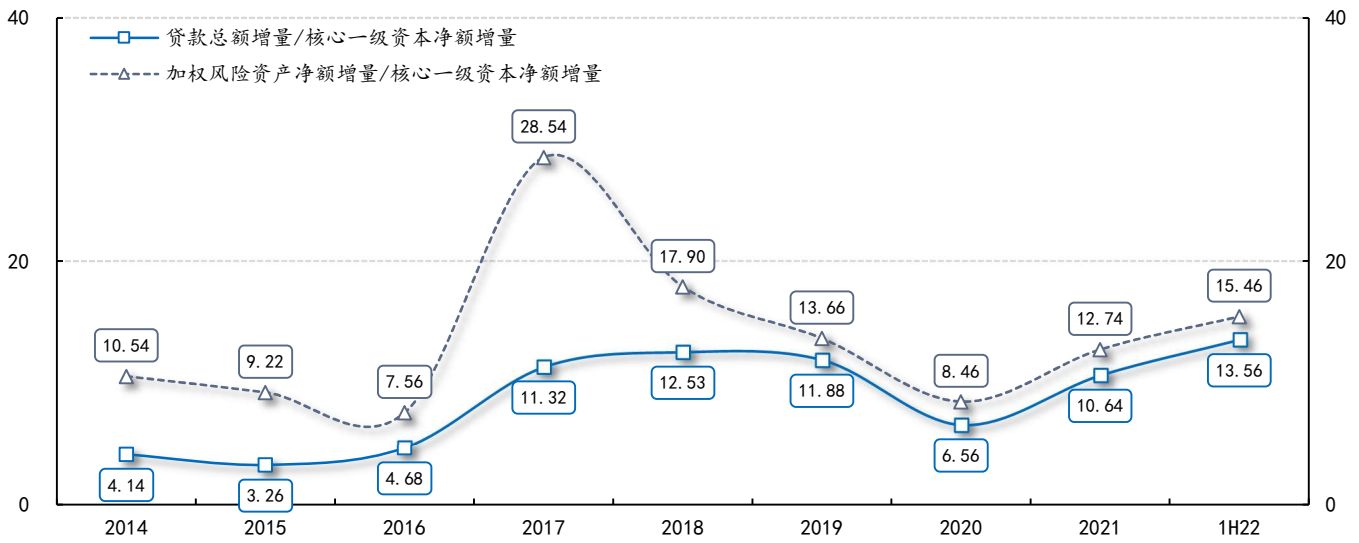
来源：wind，国金证券研究所

图表 45：资本补充有序推进



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表 46：单位资本增量撬动的贷款增量和 RWA 增量系数上升



来源：wind，国金证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们预测 2022 年公司营收和归母净利润分别为 337.04 亿元和 119.77 亿元，同比分别增长 14.8%和 29.3%。主要假设如下：

**贷款增速：**一般企业贷款和零售贷款增速较高，预计整体贷款增速未来三年仍在 18%-20%（2019-2021 年分别为 18.14%/16.81%/21.69%）；

**净息差：**负债端成本率保持稳定，但公司加大实体经济支持力度，引导实体经济融资成本下行，在疫情反复、LPR 改革的背景下，贷款收益率出现下降，预计净息差维持在 1.7%左右（2019-2021 年分别为 1.84%/1.98%/1.84%）。

**非利息收入：**托管及其他受托业务佣金、担保承诺手续费高速增长，但投行类业务手续费增速回落，预计手续费及佣金净收入增速在 2022 年可达 47%，并在随后两年回落至 25%-30%（2019-2021 年增速分别为 26.4%/101.74%/19.74%）。

**管理费用：**业务及管理费用占比在 2021 年以前逐步回落至 25%，但是零售信贷以及计划在全行推广的小微贷款台州模式都需要一定的队伍规模支撑，我们预计未来三年该项占比稳定在 25%左右（2019-2021 年分别为 28.7%/26.3%/27.3%）。

**信用成本：**公司审慎经营，计提充足，预计广义信用成本保持在 1.7%-1.9%之间（2019-2021 年分别为 2.00%/2.20%/1.95%）。

### 4.2 估值及投资建议

对于银行业而言，相对估值中包含了资产质量预期，采用近期参照时，无法摆脱当下市场悲观或者乐观的预期，而采用远期参照时又无法对均值复归的时间给出指引，导致结果具有随意性。因此，本报告采用修正的剩余收益模型（RI）和股利折现模型（DDM）两种绝对估值法。

两种模型均假设投资要求回报率为 12%，永续增长率 3%。剩余收益模型假定在未来 15 年内，投资公司的剩余收益逐步收敛于零。DDM 假设二阶段复合增长率为 10%。其他预测细节见图表 39。

需要特别指出的是，初始版本剩余收益模型属于账面价值定价：公司价值 = 调整后的净资产 + 剩余收益折现。相对于其他银行而言，杭州银行的 pb 估值大部分时候都是大于 1，因此不再对净资产的公允价值打折。

采用 DDM 估值，合理股价为 14.97 元/股，采用修正后的 RI 模型，合理股价为 17.99 元/股。从相对估值角度看，2020 年以来，公司 pb 均值为 1.25，预测 2022 年末 BVPS 为 13.73 元/股，对应股价为 17.16 元。三种方法均值为 16.7 元/股，首次覆盖，予以“买入”评级。

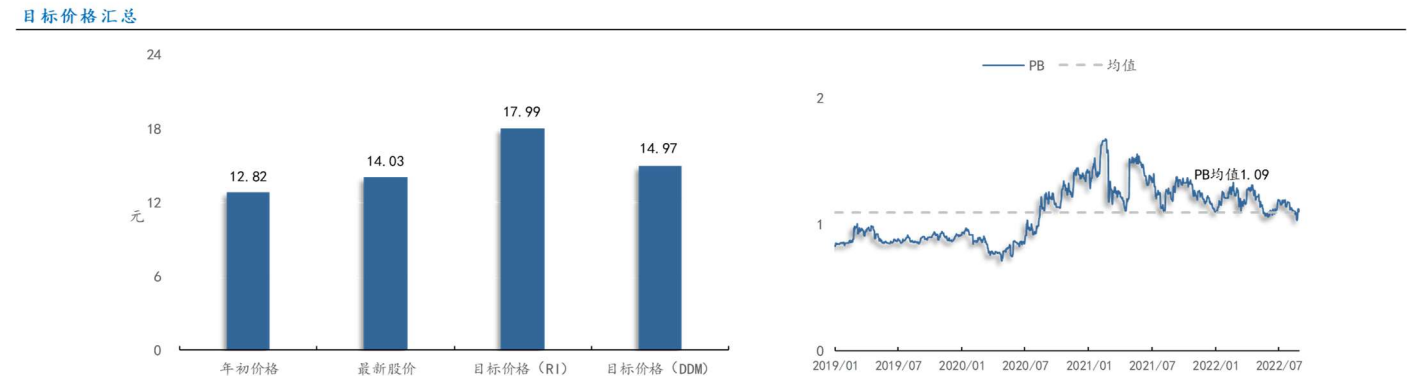
图表 47：估值目标价格 14.97-17.99 元/股

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>基本面输出及假设</b>										
要求回报	12.0%									
二阶段增长	10.0%									
持续增长率	3.0%									
EPS	1.24	0.95	1.19	1.17	1.43	1.88	2.42	3.03	3.73	4.64
DPS	0.30	0.25	0.35	0.35	0.35	0.50	0.63	0.78	0.95	1.17
BPS	11.42	9.20	10.25	10.77	12.08	13.73	15.81	18.38	21.49	25.33
ROCE	10.86%	9.21%	12.24%	11.13%	12.51%	14.59%	16.37%	17.71%	18.69%	19.82%

<b>剩余收益模型</b>										
贴现率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
贴现因子						1.12	1.25	1.40	1.57	1.76
RE 贴现值						0.39	0.61	0.80	0.97	1.17
2022-2026 的贴现总和						<b>3.94</b>				
VGO						3.47				
PVGO						<b>1.97</b>				
历史 BPS 折价率						<b>1.00</b>				
确定价值占比						76.3%				
5 年折现价值占比						21.9%				
永续增长价值占比						11.0%				
每股价值						<b>17.99</b>				

<b>股利折现模型</b>										
DDM 贴现值						0.44	0.50	0.55	0.60	0.67
阶段一：2022-2026 的贴现总和						2.76				
阶段二：2027-2037 的贴现总和						6.03				
阶段三：永续价值贴现						6.17				
阶段一价值占比						18.5%				
阶段二价值占比						40.3%				
永续价值占比						41.2%				
每股价值						<b>14.97</b>				

	剩余收益模型					股利折现模型				
	要求回报率					要求回报率				
	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%	13.0%
2.0%	18.95	18.46	17.99	17.54	17.10	16.53	15.38	14.35	13.44	12.61
2.5%	18.95	18.46	17.99	17.54	17.10	16.94	15.72	14.64	13.68	12.82
3.0%	18.95	18.46	<b>17.99</b>	17.54	17.10	17.41	16.11	<b>14.97</b>	13.96	13.05
3.5%	18.95	18.46	17.99	17.54	17.10	17.94	16.55	15.33	14.26	13.31
4.0%	18.95	18.46	17.99	17.54	17.10	18.55	17.04	15.74	14.60	13.59



来源：国金证券研究所

## 5 风险提示

- **宏观经济超预期收缩**：宏观经济超预期收缩不仅对信贷增速和资产质量形成压制，且会引致市场对银行股的悲观预期陷入负向循环。
- **国内疫情反复**：疫情反复将限制居民流动和消费，拖累零售贷款的增速。
- **贷款质量超预期恶化**：如果外生冲击导致小微企业资产质量严重恶化，公司需要提高拨备，净利润将受到严重侵蚀。此外，关注类贷款迁徙率有所上升。

**附录：盈利预测与主要指标**

利润表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	21,408	24,806	29,361	33,704	40,910	49,398	生息资产	924,914	1,045,774	1,218,931	1,430,629	1,669,510	1,880,865
<b>增长率</b>	25.5%	15.9%	18.4%	14.8%	21.4%	20.7%	——贷款及垫款 (净额)	397,482	460,016	560,891	705,076	845,143	1,013,601
—— <b>净利息收入</b>	15,784	19,272	21,036	22,955	26,574	30,471	——同业资产	99,656	66,968	65,218	75,001	86,251	99,188
<b>增长率</b>	12.8%	22.1%	9.2%	9.1%	15.8%	14.7%	——存放中央银行款项	84,496	91,924	84,822	100,716	118,090	131,406
—— <b>手续费及佣金净收入</b>	1,494	3,015	3,608	5,307	6,726	8,661	——债券投资	343,279	426,866	508,001	549,836	620,026	636,669
<b>增长率</b>	26.3%	101.7%	19.7%	47.1%	26.7%	28.8%	非生息资产	99,156	123,483	171,633	201,441	235,077	264,837
—— <b>投资净收益</b>	4,073	2,493	3,865	5,411	7,576	10,227	<b>资产合计</b>	1,024,070	1,169,257	1,390,564	1,632,070	1,904,587	2,145,702
<b>增长率</b>	59.5%	-38.8%	55.0%	40.0%	40.0%	35.0%	计息负债	947,917	1,065,564	1,281,793	1,510,164	1,766,610	1,989,275
—— <b>其他收入</b>	48	13	837	17	20	25	——客户存款	619,976	703,680	817,233	970,375	1,137,768	1,266,060
<b>增长率</b>	-107.0%	-72.7%	6331.0%	-98.0%	21.4%	20.8%	非计息负债	13,608	22,830	18,700	22,032	25,773	29,022
税金及附加	-183	-247	-264	-270	-327	-395	<b>负债合计</b>	961,525	1,088,394	1,300,494	1,532,196	1,792,383	2,018,297
<b>% 营业收入</b>	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	股本	5,130	5,930	5,930	5,930	5,930	5,930
业务及管理费	-6,147	-6,535	-8,017	-8,710	-9,473	-10,316	资本公积	8,874	15,206	15,207	15,207	15,207	15,207
<b>% 营业收入</b>	28.7%	26.3%	27.3%	25.8%	23.2%	20.9%	留存收益及其他	37,421	41,962	48,340	56,571	67,195	80,543
<b>拨备前利润</b>	15,072	18,022	21,080	24,712	31,096	38,673	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>% 营业收入</b>	70.4%	72.7%	71.8%	73.3%	76.0%	78.3%	<b>所有者权益合计</b>	62,545	80,863	90,071	99,874	112,204	127,405
<b>减值损失</b>	-7,763	-9,959	-10,500	-11,025	-13,781	-17,227	<b>负债及股东权益总计</b>	1,024,070	1,169,257	1,390,564	1,632,070	1,904,587	2,145,702
<b>% 营业收入</b>	36.3%	40.1%	35.8%	32.7%	33.7%	34.9%	<b>成长指标 (%)</b>						
<b>利润总额</b>	7,308	8,064	10,580	13,687	17,315	21,447	总资产	11.18	14.18	18.93	17.37	16.70	12.66
<b>% 营业收入</b>	34.1%	32.5%	36.0%	40.6%	42.3%	43.4%	贷款及垫款总额	18.14	16.81	21.69	19.80	19.87	19.93
所得税	-714	-909	-1,334	-1,725	-2,182	-2,702	存款总额	16.37	13.50	16.14	18.74	17.25	11.28
<b>% 营业收入</b>	3.3%	3.7%	4.5%	5.1%	5.3%	5.5%	拨备前利润	27.54	19.58	16.97	17.23	25.83	24.37
<b>净利润</b>	6,602	7,136	9,261	11,977	15,148	18,760	减值损失	29.18	28.28	5.44	5.00	20.00	20.00
<b>% 营业收入</b>	30.8%	28.8%	31.5%	35.5%	37.0%	38.0%	归母净利润	21.98	8.10	29.77	29.33	26.48	23.84
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>质量指标 (%)</b>						
<b>归母净利润</b>	6,602	7,136	9,261	11,977	15,148	18,760	不良率	1.34	1.07	0.86	0.80	0.80	0.80
<b>% 营业收入</b>	30.8%	28.8%	31.5%	35.5%	37.0%	38.0%	拨备覆盖率	316.71	469.54	567.71	560.00	560.00	560.00
<b>结构指标 (%)</b>							拨贷比	4.23	5.02	4.86	4.48	4.48	4.48
手续费及佣金净收入/营收	6.98	12.15	12.29	15.75	16.44	17.53	<b>监管指标 (%)</b>						
个人贷款/贷款总额	38.34	38.88	38.08	37.98	37.91	37.87	核心一级资本充足率	11.95	12.29	12.66	12.83	13.37	13.88
个人存款/存款总额	17.99	17.69	17.22	16.27	16.33	17.29	一级资本充足率	12.69	13.98	14.94	14.89	15.28	15.63
<b>盈利能力指标 (%)</b>							资本充足率	15.54	16.54	17.48	15.31	15.67	15.99
净息差	1.84	1.98	1.84	1.71	1.71	1.72	<b>回报率指标 (%)</b>						
净利差	1.93	1.96	1.86	1.89	1.92	1.89	ROA	0.68	0.65	0.72	0.79	0.86	0.93
存贷差	3.21	3.04	2.90	2.35	2.45	2.45	ROE	13.24	13.04	13.81	15.97	17.96	19.49
成本收入比	29.04	26.82	27.57	26.09	23.38	21.08	RORWA	1.08	1.03	1.16	1.28	1.38	1.49
<b>每股指标 (元)</b>													
EPS	1.19	1.17	1.43	1.88	2.42	3.03							
DPS	0.35	0.35	0.35	0.50	0.63	0.78							
BPS	10.25	10.77	12.08	13.73	15.81	18.38							

注：图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中，其他收入中已经包含其他业务收入。来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402