

杭州银行 (600926.SH)

打造科创金融特色标签

增持

核心观点

布局创新经济活跃区域，公司科创金融空间广阔。杭州银行科创金融目前深耕浙江省、北上深以及南京市和合肥市，布局的都是我国创新经济最活跃的区域。区域高新技术企业数量众多，打造了领先的高技术产业集群，杭州银行科创金融市场空间广阔。

杭州银行科创金融长期立足于“打造中国的硅谷银行”，目前正在向数据与行业专业化驱动的“科创3.0”模式进阶。硅谷银行科创金融生态圈模式是国际上科创金融服务的典范，杭州银行借鉴学习经验并进行本土化改革和优化，经历了以银政合作为主的“科创1.0”模式、以银投合作为主的“科创2.0”模式、积极探索由数据与行业专业化驱动的“科创3.0”模式。“行业+数字+泛科技+交易银行+投资银行”综合化的科创金融打法成效明显，截至2022年末，公司科创企业融资敞口余额达到481亿元，创业股权投资基金托管规模超过1512亿元。

产品体系：完整的“6+1”产品链，包括科易贷、科保贷、成长贷、银投联贷、诚信贷、伯乐融和选择权，满足不同生命阶段科创企业的金融需求。针对初创期的企业主要以风险池贷款为主，一般会选择已有风投机构进入的企业来降低信息不对称。针对发展期的企业则主要采用银投联贷、选择权贷款为主的投贷联动模式。针对成熟期的企业公司则提供股票质押式回购、定向增发、并购基金、员工持股计划等综合金融服务。

体制机制：最早设立科创金融专营机构且不断深化；搭建成长性企业评价标准体系，对客户实行分层精细化管理。同时，对科创企业实行独立审批机制，并培养了一批专业人才，竞争优势持续增强。公司2009年就率先成立了科技金融专营机构——杭州银行科技支行，2016年成立全国首家科技文创金融事业部，2023年又整合打造科创金融事业总部，定位为管营结合的总行级利润中心，科创金融战略地位提升。公司聚焦细分行业，通过特定客群名单制管理，以及“行业+被投+团队+技术+政策”五维成长性企业评价体系细化客户分类，实现分层经营。截至2022年末，公司已完成70个科创标准团队建设，累计服务科创企业超1.04万户。另外，对于科创企业，公司在客户准入机制、授信审批机制、风险定价机制、风险容忍政策、激励约束机制以及业务协同政策均独立运作。

盈利预测与估值：综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理股价在13.2~15.8元，有大约19%~42%溢价空间，维持“增持”评级。

风险提示：经济复苏低于预期的风险等（详情见正文）。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	29,361	32,932	34,959	38,154	42,152
(+/-%)	18.4%	12.2%	6.2%	9.1%	10.5%
净利润(百万元)	9,261	11,679	14,352	17,412	20,934
(+/-%)	29.8%	26.1%	22.9%	21.3%	20.2%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.97	2.42	2.94	3.53
总资产收益率	0.72%	0.77%	0.83%	0.89%	0.96%
净资产收益率	13.5%	15.0%	16.3%	17.3%	17.9%
市盈率(PE)	7.1	5.6	4.6	3.8	3.1
股息率	3.2%	3.6%	4.4%	5.4%	6.5%
市净率(PB)	0.90	0.81	0.70	0.61	0.52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·深度报告

银行·城商行 II

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	13.20 - 15.80元
收盘价	11.08元
总市值/流通市值	65708/59419百万元
52周最高价/最低价	13.31/9.55元
近3个月日均成交额	264.09百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《杭州银行(600926.SH)-定增充实资本，维持成长能力》——2023-06-27
- 《杭州银行(600926.SH)一季报点评-高成长性延续，业绩增长28%》——2023-04-27
- 《杭州银行(600926.SH)2022年报点评-资产质量优异，下半年息差企稳》——2023-04-26
- 《杭州银行(600926.SH)2022年业绩快报点评-高成长性延续，资产质量优异》——2023-02-15
- 《杭州银行(600926.SH)三季度业绩快报点评-业绩维持高增，资产质量优异》——2022-10-18

内容目录

杭州银行科创金融发展空间广阔	4
杭州银行概况	4
布局创新经济活跃区域，科创金融空间广阔	5
硅谷集团科技金融服务模式借鉴	5
创新投贷联动业务模式	6
客群定位：与风投机构合作服务科创企业	7
全方位满足不同阶段企业金融需求	9
总结	9
杭州银行科创金融的进阶之路	10
探索数据与行业专业化驱动的“科创 3.0”模式	10
组织架构：科技支行到科创金融事业总部	12
产品体系：“6+1”产品体系满足全生命周期融资需求	13
客户体系：聚焦细分行业，对目标客户实行分层精细化管理	15
风控机制：对科创企业实行独立审批	17
总结	18
盈利预测	19
假设前提	19
未来三年业绩预测简表	19
盈利预测的敏感性分析	19
估值与投资建议	20
绝对估值	20
相对估值	21
投资建议	21
风险提示	21
附表：财务预测与估值	23

图表目录

图 1: 杭州银行规模快速扩张	4
图 2: 浙江省和安徽省高新技术企业数量	5
图 3: 北上深和南京市高新技术企业数量	5
图 4: 硅谷集团投贷联动模式	7
图 5: 硅谷银行认股权证收益占集团营收比重	7
图 6: 硅谷银行 2022 年末贷款结构	8
图 7: 杭州银行科创企业融资敞口余额	10
图 8: 杭州银行科创金融商业模式不断进阶	11
图 9: 杭州银行对公存款份额处在高位	11
图 10: 杭州银行存款成本率处在对标行中游水平	11
图 11: 杭州银行创业股权投资基金托管规模	12
图 12: 杭州银行科技支行到科创金融事业总部	13
图 13: 杭州银行选择权贷款	14
图 14: 杭州银行为科创企业提供全生命周期融资方案	15
图 15: 杭州银行累计服务科创企业超过 1.04 万户	16
图 16: 杭州银行服务专精特新企业数量超 3400 家	16
图 17: 杭州银行五维科创企业评价体系	17
图 18: 杭州银行贷款总额不良率处在低位	18
图 19: 上市城商行估值情况	21
表 1: 硅谷银行 2022 年末信贷按客户规模划分	9
表 2: SVB 金融集团为不同阶段科创企业提供的金融服务	9
表 3: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	19
表 4: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)	20
表 5: 一、二阶段假设 (百万元)	20
表 6: 折现率假设	20
表 7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	21

当前我国正处于经济高质量发展关键时期，商业银行作为资源配置的重要枢纽，加强对科创企业的支持对推动产业升级具有重要意义。同时，伴随产业结构转型升级，商业银行经营模式也亟需变革。近年来，虽然我国商业银行在科技信贷产品、服务机制等多方面不断创新升级，但仍存在诸多不足，主要是因为科创企业“高风险+缺乏抵押物”与商业银行“低风险偏好+注重抵质押物第二还款来源”之间失衡，使得银行“不敢贷、不愿贷”，银行服务高科技产业的模式亟待改善。

杭州银行作为国内较早探索构建科创金融服务体系的商业银行之一，在体制机制和产品服务创新等方面都积累了深厚的经验。我们认为杭州银行科创金融模式和发展方向研究具有重要意义。同时，科创金融广阔的发展空间也将为杭州银行创造价值。

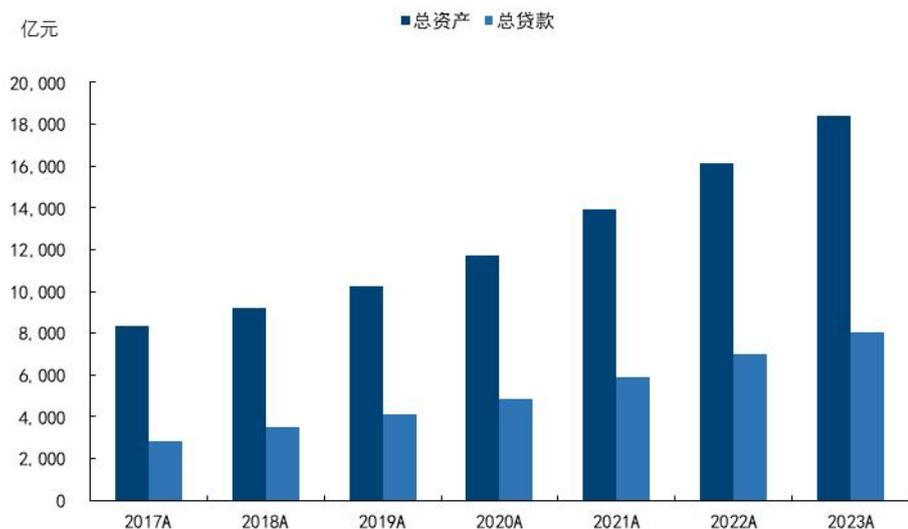
杭州银行科创金融发展空间广阔

杭州银行概况

杭州银行成立于1996年，是一家总部位于杭州市的城市商业银行。杭州银行在发展过程中，始终坚持“做精杭州、深耕浙江”的战略定位，分支机构全面覆盖浙江省内的11个地级市，不断扩大在浙江省内的市场份额和影响力。同时，也不断向长三角、珠三角、环渤海等经济发达地区开拓业务，追求发展新增量。截至2023年末，公司资产总额1.84万亿元，贷款总额0.81万亿元。2023年公司实现营收350亿元，同比增长6.33%，实现归母净利润144亿元，同比增长23.15%。

杭州银行自2009年7月设立全省首家科技专营支行以来，科创金融一直是公司坚持的特色化经营、差异化发展重点，目前科创金融已成为杭州银行的一张“特色名片”。副行长张精科在“2023中国企业家博鳌论坛上”表示，截至2023年9月末，杭州银行服务科创企业超过1.2万户，累计投放贷款超过1700亿元，首次获得银行贷款客户占比超过35%。

图1：杭州银行规模快速扩张



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

布局创新经济活跃区域，科创金融空间广阔

杭州银行科创金融目前深耕浙江省、北上深以及南京市和合肥市，布局的都是我国创新经济最活跃的区域。2022年11月，人民银行等八部委联合发布了《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，长三角区域科创金融发展迎来新的重大发展机遇，公司将充分享受我国科创金融的蓬勃发展机遇。

布局的区域高新技术企业数量众多，为杭州银行科创金融创新提供优质土壤，科创金融市场空间广阔。受益于充足的人力资本积累、迅速发展的数字经济、政府的政策支持等，公司科创金融布局区域高新技术产业发展迅猛，打造了领先的高技术经济产业集群。截至2021年末，浙江省高新技术企业数量超2.83万家，安徽省高新技术企业数量超1.13万家，深圳市高新技术企业数量超2.08万家，北京市高新技术企业数量接近2.51万家，上海市高新技术企业数量接近1.92万家，南京市高新技术企业数量超过0.77万家。这为杭州银行科创金融创新提供了优质土壤，但也对科创金融服务的精准性和丰富性提出了更高要求。

图2：浙江省和安徽省高新技术企业数量



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：北上深和南京市高新技术企业数量



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

硅谷集团科技金融服务模式借鉴

杭州银行科创金融长期立足于“打造中国的硅谷银行”，虽然2023年3月美国硅谷银行宣布破产，但其服务科创企业的成功经验值得借鉴。

硅谷银行（Silicon Valley Bank）成立于1983年，成立初期也经营着传统商业银行存贷业务，与硅谷地区其他的商业银行并无差别。直到1993年，约翰·迪恩（John Dean）担任硅谷银行的CEO，提出“硅谷银行”就是“为硅谷服务的银行”，将目标市场转向处于成长初期、发展速度较快、被同行认为风险太大而不愿提供服务的中小企业。经过多年积累，硅谷银行逐渐发展成为美国科技企业金融服务市场中最具影响力的商业银行，并于1999年成立了硅谷银行金融集团（SVB Financial Group）（下称“硅谷集团”）。

硅谷集团目前主要包括四大业务板块：硅谷银行（Silicon Valley Bank）、硅谷私人银行（SVB Private）、硅谷资本（SVB Capital）和硅谷证券（SVB Securities）。集团长期专注于服务科技、生命科学等高成长性行业，为相应行业的企业、相应风投机构（PE/VC）及这些企业或风投机构的高管等高净值客户提供综合化的金融

服务，构建了成熟的科创金融生态圈，被业界视作“银行支持科创的典范”，在很大程度上支持了美国高科技产业的发展。

创新投贷联动业务模式

在银行看来，服务科创企业最大的痛点在于没有稳定盈利能力和抵质押物的情况下如何判断企业的成长性，这是银行普遍的短板。如何让银行具备用投资者的眼光看企业，办法之一是与 PE/VC 合作开展投贷联动。硅谷银行投贷联动模式主要包括三种：“贷款+认股权证”、“贷款+直接股权投资”以及“直接贷款给 PE/VC，间接支持科创企业”。

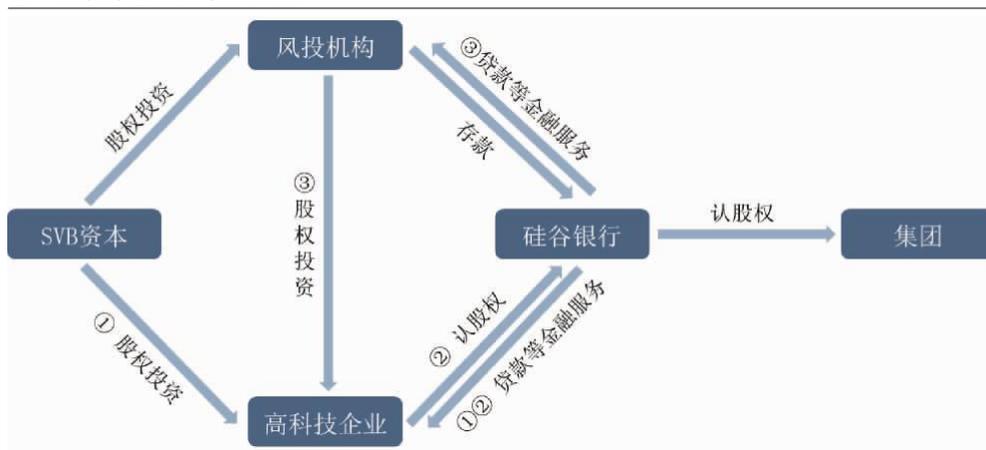
(1) “贷款+认股权证”：硅谷银行向已有风投机构进入的科创企业提供风险贷款，风险贷款的还款来源主要依赖于企业后期所募集获得的风险资本，即企业融资性现金流，而非企业经营性现金流。同时，集团会与企业达成协议获得部分认股权证，在企业上市或被并购时行使，若不行权则可以通过转让认股权证来实现投资收益。风险贷款附带认股权证的目的主要在于缓释风险，认股权证收益在一定程度上抵消了向初创期成长型企业提供贷款所承担的风险。认股权证带来的收益与资本市场呈现明显的正相关性，但占硅谷集团营收比重并不高。

(2) “贷款+直接股权投资”：对于资质较优的客户，硅谷银行提供贷款的同时，硅谷资本会直接跟投，通常会与风投机构的资金同时入股。硅谷银行与硅谷资本之间相互独立、风险与收益自担。

(3) “直接贷款给 PE/VC”：该类贷款被称作资本催缴信贷 (Capital Call Lines of Credit)，是指以 PE/VC 的投资者 (GP/LP) 的资本缴纳承诺作为担保的贷款。当 PE/VC 有看好的项目时，其投资者的资金一时可能不能全部到位，此时硅谷银行会投放信贷资金给 PE/VC，当投资者资金到位后再偿还硅谷银行贷款。该类信贷类同于过桥资金，贷款期限较短，风险较低，目前已成为硅谷银行支持科创企业的主要方式，占到信贷总额的 50% 以上。

除了创新投贷联动业务模式，硅谷银行还开发了专利权质押贷款业务。科创企业大多是轻资产运营，资产以知识产权为主，缺乏抵押物一直是成长型企业信贷融资的痛点所在，因此硅谷银行开发了专利权质押贷款业务。而且由于思科、谷歌等美国巨头经常收购中小企业的知识产权，专利权具有良好的流动性，如客户无法偿还贷款，硅谷银行也可将质押的专利权出售，凭借优先受偿权弥补损失。

图4：硅谷集团投贷联动模式



资料来源：《硅谷集团科技金融发展模式借鉴》，丁雨婷，2019，国信证券经济研究所整理

图5：硅谷银行认股权证收益占集团营收比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

客群定位：与风投资机构合作服务科创企业

硅谷银行服务客群定位清晰，具体包括以下几类：

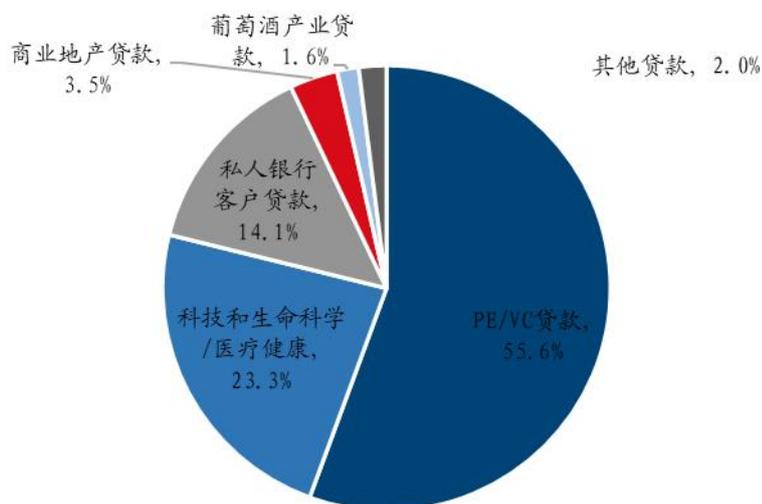
一是，科技和生命科学/医疗健康等科技创新型企业 (Technology and Life Science/Healthcare)：主要包括前沿科技和硬件（如半导体、通信、数据、储存和电子）、企业和消费者软件/互联网（比如基础设施软件、应用程序、软件服务、数字内容和广告技术）、金融科技、气候技术、生命科学与医疗等核心领域。

二是，PE/VC 客群 (Global Fund Banking)，硅谷集团不仅提供贷款服务，还为其提供资金管理、融资顾问咨询等多种综合化金融服务。硅谷银行要求其合作的风险投资基金在本行开户。

三是，高端红酒客户（Premium Wine）和私人银行/财富管理客户（Private Bank/Wealth Management），主要包括科创企业的高管以及 PE/VC 高级管理人员和其投资者（GP/LP）。

从 2022 年末信贷投向来看，公司给 PE/VC 提供的资本催缴贷款占到 55.6%，给科技和生命科学/医疗健康行业发放贷款占到 23.3%，私人银行贷款占 14.1%。其中，对科技和生命科学/医疗健康行业贷款又分为投资者依赖型（Investor Dependent loans）、用于并购的现金流依赖型（Cash Flow Dependent loans）以及创新型工商业贷款（Innovation C&I loans），分别占到贷款总额的 9.0%、2.6%和 11.6%。其中，投资依赖型贷款主要投向于初创期和成长期企业，一般尚未盈利或盈利能力较弱，贷款的偿还主要依靠后续企业的股权融资、被收购或 IPO 所产生的融资性现金流。用于并购的现金流依赖型贷款主要用于 PE/VC 发起的并购业务，其资金的偿还主要依靠企业经营性现金流，金额相对较大。创新型工商业贷款一般投向成长期企业和成熟企业，其资金的偿还主要取决于企业的现金流或资产负债表。

图6：硅谷银行 2022 年末贷款结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1: 硅谷银行 2022 年末信贷按客户规模划分

	<=\$500w	\$100w~\$1000w	\$1000w~\$2000w	\$2000w~\$3000w	>=\$3000w	合计
Global fund banking	1.62%	2.35%	4.70%	4.21%	42.71%	55.58%
Investor dependent:						
Early stage	1.66%	0.59%	0.24%	0.03%	0.12%	2.64%
Growth stage	1.16%	1.52%	1.86%	0.83%	1.05%	6.42%
Total investor dependent	2.81%	2.11%	2.11%	0.85%	1.17%	9.05%
Cash flow dependent - SLBO	0.01%	0.05%	0.31%	0.67%	1.60%	2.65%
Innovation C&I	0.57%	0.46%	1.36%	1.44%	7.78%	11.61%
Private bank	10.45%	1.55%	1.26%	0.37%	0.48%	14.11%
CRE	0.99%	0.72%	1.00%	0.44%	0.34%	3.48%
Premium wine	0.28%	0.39%	0.48%	0.16%	0.24%	1.56%
Other C&I	0.40%	0.13%	0.37%	0.30%	0.18%	1.38%
Other	0.13%	0.09%	0.24%	0.12%	—	0.58%
Total Loans	17.26%	7.86%	11.81%	8.57%	54.49%	100.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

全方位满足不同阶段企业金融需求

硅谷集团以营业收入来划分科创企业发展阶段, 为不同阶段企业提供具有针对性、差异化的融资服务外, 还提供顾问咨询、现金流管理等综合化金融服务。硅谷集团将科技和生命科学/医疗健康等科技创新型企业划分为三类, 即: SVB StartUp Banking practice (企业年收入一般在 500 万美元以下, 或者还处于没收入阶段)、SVB Early Stage practice (企业已经有成熟的产品和服务, 年收入在 500 万美元到 7500 万美元之间)、SVB Corporate Banking practice (成熟的大型企业, 年收入一般在 7500 万美元以上), 满足科创企业每一发展阶段的不同金融需求。

表2: SVB 金融集团为不同阶段科创企业提供的金融服务

	企业所处阶段	企业产品	营业收入	提供服务
SVB StartUp Banking practice	初创期/早期阶段	研发阶段, 一般只向市场提供少数产品和服务	500 万美元以下	创业贷款、“投资结合”等金融产品, 此外专家团队提供创业指导, 推荐创投人才及投资者, 搭建专家、投资者与创业人才联系平台; 提供数据和行业报告, 提供财务咨询及发展建议等。
SVB Early Stage practice	成长期	拥有更成熟的产品和服务, 并且处于扩张	500 万-7500 万美元	流动资金贷款、夹层融资、中期担保融资等, 为客户定制投资方案, 提供资产管理等。
SVB Corporate Banking practice	成熟期	拥有更加多样化的产品和服务	7500 万美元以上	积极满足企业各类融资需求, 包括但不限于银团债务融资、重组并购融资。为客户提供个性化咨询服务及财务方案等。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

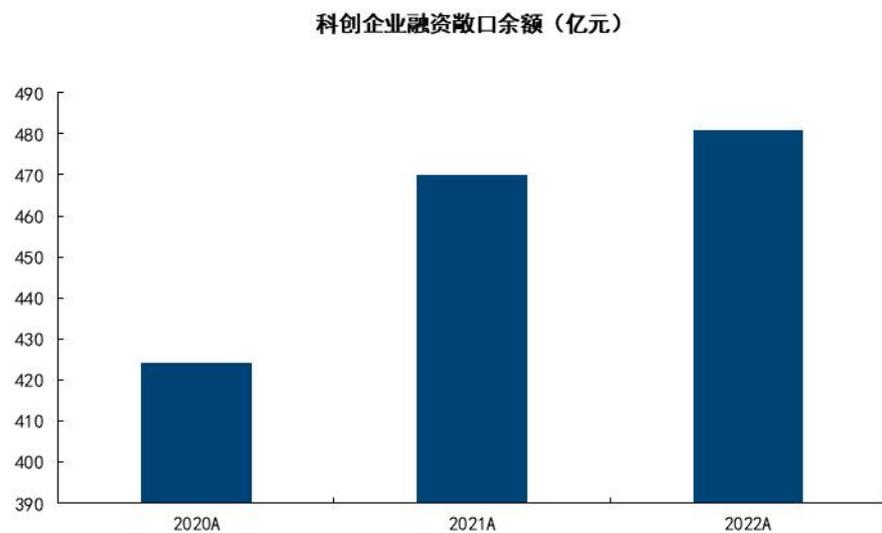
总结

综上, 硅谷银行本质上还是一家传统的商业银行, 只是客群聚焦在科创企业和风投机构, 通过创新投贷联动业务模式将硅谷集团与科创企业和 PE/VC 串联起来, 构造科创金融联动生态圈。硅谷银行向科创企业提供直接贷款或间接贷款 (先向 PE/VC 提供过桥贷款, PE/VC 获得资金补充后再投资科创企业), 积累了大批优质的科创企业和 PE/VC 客户。然后, 投贷联动模式下硅谷资本可以凭借硅谷银行在创投圈积累的丰富客户资源寻找优质的投资标的。同时, 硅谷私人银行也可以服务科创企业和 PE/VC 机构内部的高净值人员, 吸纳存款和提供财富管理综合化金融服务。

杭州银行科创金融的进阶之路

经过超 14 年的探索，杭州银行不断整合政府、风投机构和科创企业等资源，优化客户管理机制、创新产品服务体系等，为科创企业提供从初创期到上市全生命周期的专业化综合化的金融服务。公司发挥国内市场海量数据优势，搭建成长企业评估的标准化模型，以实现科创金融模式的可复制性。同时，杭州银行在科创金融领域中沉淀了多年的经验，培养出了一批具备丰富的行业经验和专业知识的一线专营服务人员及专业科创产品经理，竞争能力持续增强。杭州银行近年来科创企业融资敞口规模快速增长，2022 年末科创企业融资敞口余额达到 480.95 亿元。伴随公司科创金融商业模式逐步成熟，预计未来公司科创金融将迎来高速发展。

图7：杭州银行科创企业融资敞口余额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：融资敞口余额指为客户提供贷款、票据、国内证等各项综合融资服务的余额。

探索数据与行业专业化驱动的“科创 3.0”模式

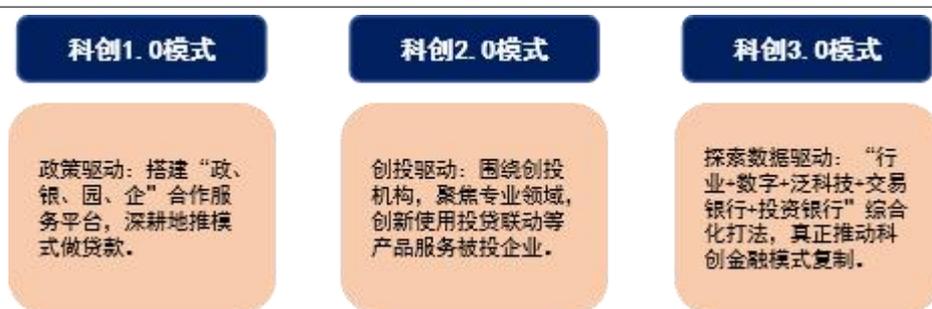
杭州银行科创金融经历了以银政合作为主的“科创 1.0”模式时期（2009-2015）、以银投合作投贷联动为主的“科创 2.0”模式时期（2016-2021）、目前正在向数据与行业专业化驱动的“科创 3.0”模式转型，准确来说公司科创金融当前正处在深化 2.0 和探索 3.0 的阶段。

- 科创 1.0 模式：政策扶持起步阶段，着重依靠政府扶持企业名单、政策性担保、贴息、科创园区等政策与资源，搭建“政—银—园—企”合作服务平台。由科技局、政策性担保公司、科技支行等按照约定比例建立风险池基金，科技支行给予纳入风险池的企业优惠利率贷款，风险基金优先偿还风险贷款。
- 科创 2.0 模式：快速发展阶段，杭州银行与创投机构合作，以投贷联动为核心打造创投渠道生态圈。该阶段主要采用的产品是银投联贷（银投联贷后文产品体系中有详细介绍）。当前，杭州银行合作的创投机构数量众多，与排名靠前的大多数风投机构均有深度合作。

- 科创 3.0 模式：通过聚焦细分行业、打造行业专业化团队、发挥国内市场海量数据优势，研发科创企业成长性评价标准体系，探索科创金融模式的可复制性。同时，加强银行内各业务条线的联动，借助交易银行、投资银行等条线为科创企业提供综合化服务。截至 2022 年末，杭州银行已经完成了 70 个科创标准团队建设，核心竞争优势逐步加强。以生物医药团队为例，杭州银行涵盖了杭州和长三角地区的大量优质客群，很多企业在开始做研发时杭州银行就介入了，企业需要找投融资的时候银行会帮忙对接 PE/VC，需要阶段性贷款支持时银行给予贷款支持，同时提供咨询顾问等服务，一直扶持企业到上市。另外，还会积极对接科创企业和合作投资机构的管理人员和业务骨干，吸纳存款以及提供财富管理等金融服务。

当前，杭州银行科创金融事业部正在积极探索产业链资源整合，积极建设科创金融数据库，建立客户资源管理系统。公司表示，在现有的科创金融数据积累上，未来还将在时机成熟的时候，搭建一个独立的科创企业投融资信息平台。

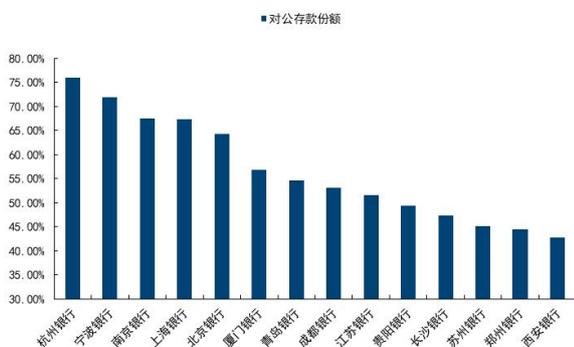
图8：杭州银行科创金融商业模式不断进阶



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

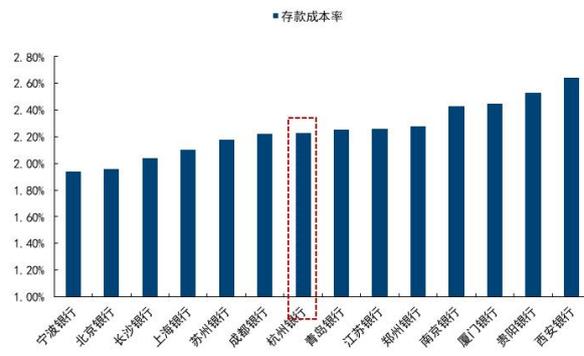
公司“行业+数字+泛科技+交易银行+投资银行”综合化的科创金融打法成效明显。截至 2022 年末，杭州银行创业股权投资基金托管规模超过 1512 亿元，彰显了其在科创金融领域的竞争优势。公司企业存款实现快速增长，2023 年末对公存款占存款总额的 76%，明显领先上市城商行；同时，公司存款成本率仍处在较低水平，2023 年上半年存款成本率为 2.23%。

图9：杭州银行对公存款份额处在高位



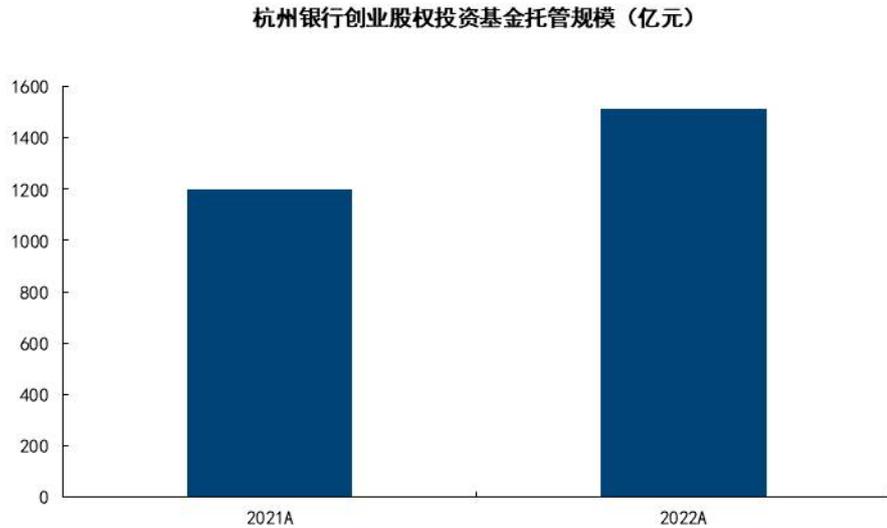
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：杭州银行存款成本率处在对标行中游水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 杭州银行创业股权投资基金托管规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

接下来，我们将从组织架构、产品体系、客户体系和风控机制四个方面详细介绍杭州银行科创金融商业模式进阶之路。

组织架构：科技支行到科创金融事业总部

杭州银行不断深化科创业务体制机制改革，从科技支行到科技文创金融事业部，再到整合打造科创金融事业总部。在科技金融方面，杭州银行可谓是“先行者”，早在2009年，公司就率先成立了浙江省内科技金融专营机构——杭州银行科技支行，定位专业服务科技型 and 文创型的中小企业。2010年杭州银行中关村支行成立，是国内更早开始开展实质性新三板股权质押业务的新三板特色机构，2013年又成立了杭州银行文创支行，是国内最早设立的文创金融专营机构。公司长期致力于为科技文创型企业提供服务，切实解决科技型中小企业融资难问题，此后又将科创金融服务模式复制到西溪支行、海创园支行等支行。

2016年杭州银行整合全行科技文创金融资源，成立了全国首家科技文创金融事业部，为一级分行建制。事业部下辖科技支行、文创支行、西溪支行、海创园支行、北京中关村支行、深圳深圳湾支行和台州科技支行7家支行。

2023年再升级整合打造科创金融事业总部，彰显了公司对科创金融的重视程度是空前的。2023年公司遵循“总行统筹、条线主导、机构主战”的原则，打造了“科创金融事业总部”，定位为管营结合的总行级利润中心，吸收原有科技文创金融事业部及各分行科创金融中心。改革落地后，杭州银行形成了“1+3”的组织框架，“1”指公司金融部，“3”指交易银行部、投资银行部和科创金融事业总部。截至2023年6月末，公司已完成北京、上海、深圳、杭州四大科创中心筹建，一线专营人员超500人。南京、合肥、嘉兴、宁波四大科创中心也在积极筹建中。作为总行级的事业部，科创金融事业总部未来在资源整合能力、自主创新能力和业务管理能力等方面都是明显增强的，有助于更好的为科创企业赋能。

图12: 杭州银行科技支行到科创金融事业总部


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

产品体系：“6+1”产品体系满足全生命周期融资需求

投贷联动模式在杭州银行的实践

早在2010年，杭州银行科技支行就提出以创投的眼光看企业，紧密围绕创投机构挖掘客户，依靠创投服务客户，这也是最早的银投联动模式。不过根据《商业银行法》规定，我国商业银行不能直接投资股权，也不能直接投资私募。因此，杭州银行对硅谷银行的投贷联动模式进行了本土化改革，创新推出投贷联动产品银投联贷和选择权贷款。

和硅谷银行一样，为了提升企业贷款可获得性，杭州银行认可数字内容、知识产权等无形资产是科创企业的核心资产，开发了知识产权、股权等质押方式，解决科创产业普遍缺失抵质押物的问题。在结合银投连贷和选择权贷款等方式支持大量的初创型、缺乏固定资产却具备核心创新能力和服务能力的科技型企业在发展初期获得资金，助力科创企业发展。

✓ 银投联贷

银投联贷是指公司运用“跟贷”模式对投资机构已经开展评估和投资的科创企业提供融资服务，杭州银行接受科创企业以信用和股权质押、以及风险机构保证等担保方式。银投联贷业务可分为投前贷后模式和贷前投后模式：投前贷后模式下，投资机构先投资，杭州银行跟进贷款；贷前投后模式下，杭州银行先贷款，投资机构投资款进入后，企业先偿还银行贷款。

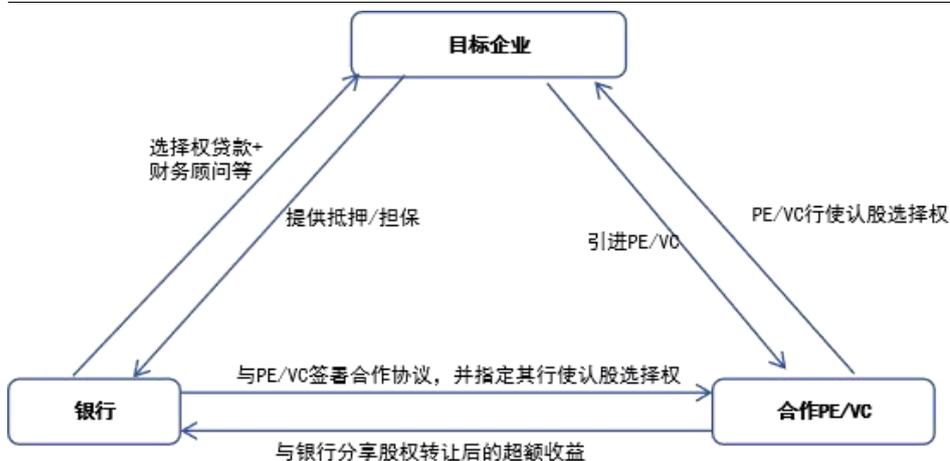
杭州银行一般要求该品种项下的最高授信金额不得超过PE/VC实际投入到借款人的创投（风投）资金的80%，并且在贷款资金使用上实行受托支付监管，在投前贷后方式时要求先使用PE/VC资金，后使用本行贷款资金。银投联贷模式主要是银行利用PE/VC对科技型中小企业经营状况以及发展潜力的专业判断，有效控制客户准入风险，建立起银行、PE/VC与科技型中小企业的合作平台。

✓ 选择权贷款

选择权贷款是指杭州银行在向科创企业提供授信业务的基础上，为其提供包括但不限于投融资及财务顾问等在内的综合金融服务，并因此额外获得一定的期权选择权。该选择权系指杭州银行指定的符合约定要求的第三方行权方（基本上是PE/VC）享有按约定行权条款（约定行权期间、价格、份额等）获得科创企业股权或股权收益权（包含企业所持有的其他公司股权和股权收益权），以及按约定条款以市场公允价值转让、分享科创企业成长收益的权利。针对选择权业务收益后置的特点，公司选择权业务贷款利率进行适度下调。

目前杭州银行合作创投机构数量众多，与大多数头部风投机构均有紧密合作。例如，杭州银行与普华资本合作推进“五个共同”，包括共同协调优势资源、共同组建服务小组、共同联系渠道客户、共同走访中小企业、共同落地金融方案，来实现深入推进“专精特新”中小企业金融服务。杭州银行信贷服务的多家企业获得了普华管理基金投资。

图13: 杭州银行选择权贷款



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品持续完善优化，为科创企业提供全生命周期融资方案

杭州银行科创金融多年来一直不断探索和创新，设立了“科创金引擎”服务品牌，已初步形成“6+1”产品体系，具体包括科易贷、科保贷、成长贷、银投联贷、诚信贷、伯乐融和选择权，满足不同生命阶段科创企业的融资需求。除了提供信贷资金外，杭州银行还积极提供综合金融服务帮助企业掘金资本市场以实现快速成长，如提供资本市场顾问服务、咨询顾问服务等顾问类服务。

- “科易贷”聚焦人才创业，以人定贷。该产品是针对高端人才创办科创企业的信用贷款，包括知名高校毕业、知名企业就业及各级政府引进人才，提供最高 300 万元的信用贷款。产品广泛应用于园区创业企业，为初创型企业提供资金支持。截至 2023 年 6 月末，“科易贷”累计服务超 500 家创业企业。
- “科保贷”聚焦政策担保，以保定贷，是针对科技文创金融企业的政策性担保贷款。该产品也叫风险池贷款，是指杭州银行与政府相关部门（如市、区、县科技局等）和担保公司（或保险公司等金融机构）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。风险池基金贷款模式联合了政府、银行、担保公司等机构的力量，在实现了风险分摊的基础上，能够更好的为广大科技型、创新型中小企业提供有力的金融支持。
- “成长贷”聚焦行业成长，以销定贷。该产品服务于高成长科技文创中小企业的信用贷款，适用于已有一定规模的成长型企业。主要对纳税销售收入 1500 万元以上的高成长型科创企业提供最高 1000 万元的信用贷款。
- “银投联贷”聚焦创投评价，以投定贷。该产品主要服务于获得专业投资机

构投资的科创企业，借鉴投资眼光做债权，为创投投资企业延缓股权稀释。

- “诚信贷”聚焦信息披露，以信定贷。该产品主要服务于新三板挂牌企业或拟登陆资本市场的企业，为企业提供信用或类信用流动性支持，帮助企业优化债务。杭州银行早在 2011 年就开始针对新三板挂牌企业进行系统性的服务。目前，杭州银行为新三板企业提供从拟挂牌到挂牌后全流程、从企业贷款到资本市场融资顾问、股东高管融资服务的一站式、全方位金融服务。
- “伯乐融”聚焦投资管理，以费定贷。该产品针对优质投资管理的贷款，为投资机构提供流动性支持，加深与优质创投机构的合作，强化创投渠道生态建设。
- “选择权贷款”配套上述六大产品，享客户成长。该产品是在为客户提供综合服务的基础上，获得一定的选择权，在帮助科创企业解决融资问题的同时，获得分享客户成长收益的权利。

多产品体系满足不同阶段科创企业的融资需求。针对初创期的企业主要以风险池贷款为主，即基于大数定律的原理，通过大量项目的整体收益化解个别项目的不确定性；同时，公司一般会选择已有风投机构进入的企业来降低信息不对称。针对发展期的企业则主要采用银投联贷、选择权贷款为主的投贷联动模式，在一定程度上解决科创企业信贷风险与收益不匹配的问题。针对成熟期的企业公司则提供股票质押式回购、定向增发、并购基金、员工持股计划等综合金融服务。

图14: 杭州银行为科创企业提供全生命周期融资方案



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

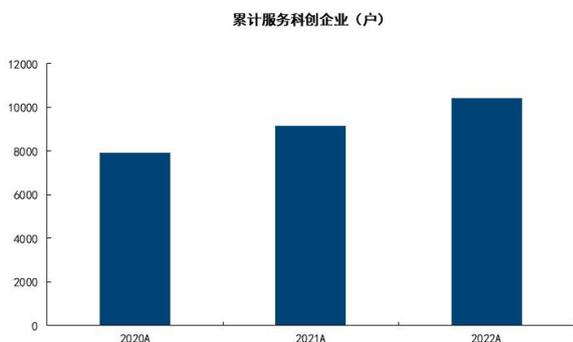
客户体系：聚焦细分行业，对目标客户实行分层精细化管理

目标客群定位精准，聚焦八大行业。公司创新开发了“科创企业核心行业细分目录”，明确“新一代信息技术、高端制造、医疗健康、绿色双碳、内容娱乐、职业教育、竞技体育、新消费”8个一级行业及对应的46个二级行业、280余个三级行业，形成了相对精准规范的行业标准。截至2022年末，“科创金引擎”累计服务科创企业超过1.04万户，较年初增长了13.61%，其中95%以上为民营企业，75%以上为小微企业。

其中，近几年杭州银行又积极响应国家号召不断深化对“专精特新”企业的服务。2021年1月，中国财政部、工业和信息化部联合发布关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知，2022年3月“专精特新”被首次写入政府工作报告，2023年政府工作报告指出“专精特新”中小企业达7万多家。2021年末杭州银行就已组建了35个“专精特新”服务小组，配备120余名业务骨干，通过指定团队标准、作业流程等，不断提升团队的专业化能力，深化对“专精特新”企业的服务。截至2023年6月末，公司服务经营范围内“专精特新”企业超3400家，杭州市独

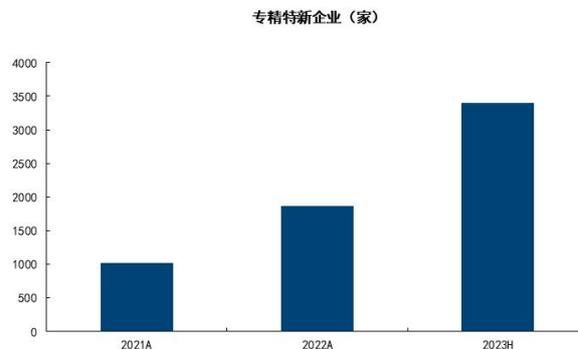
角兽、准独角兽企业市场服务覆盖率超 88%。

图15: 杭州银行累计服务科创企业超过 1.04 万户



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 杭州银行服务专精特新企业数量超 3400 家



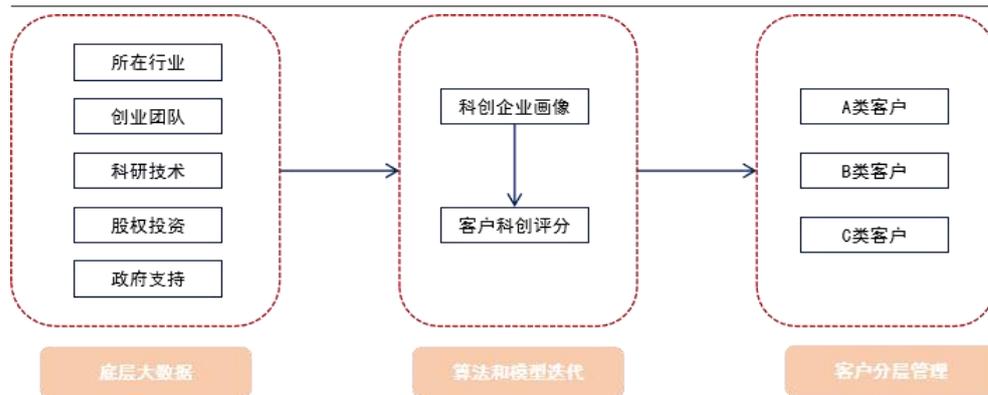
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在客户管理上, 杭州银行采用特定客群名单制管理的方式, 同时搭建了科创成长性评价体系来细化客户分类, 为客户分层经营逻辑奠定基础。国内传统商业银行科创金融大都依托小微金融或公司金融业务条线, 在不改变条线经营策略和业务模式的前提下, 广撒网积累泛企业客户群, 再通过政策名单或泛产业认定筛选出科创企业进行差异管理。杭州银行则自主研发了一套科创企业成长性评价体系, 即依托十多年的积累上万家科创企业信息以及服务科创企业的丰富经验, 初步建立了“行业+被投+团队+技术+政策”的五维评价体系, 编制客户标签树, 形成客户画像, 并通过合适的算法为标签赋分赋权, 汇总形成客户成长性评价得分。

根据公司 2022 年度社会责任报告披露, 目前五维评价体系包括 285 个数据维度, 重点包括行业及产业链研究数据、科技企业认证、科创能力证明、知识产权、行业标准、创业团队背景等更具备科创企业特征的数据信息。在科创成长性评价搭建完成后, 公司建立了精确的客户分层制度, 区分科创金融客户为 A 类泛科技客户、B 类核心科技企业、C 类核心科技企业中被投企业, 分别对应全行科技金融品牌建设、信贷结构调整、专营专注塑造差异化竞争力, 通过客户分层搭建客户经营目标的基本框架。

此外, 杭州银行正在与之江实验室通力合作, 在人民银行指导下, 共同推进“科创企业认定规范”行业标准的制定。

图17: 杭州银行五维科创企业评价体系



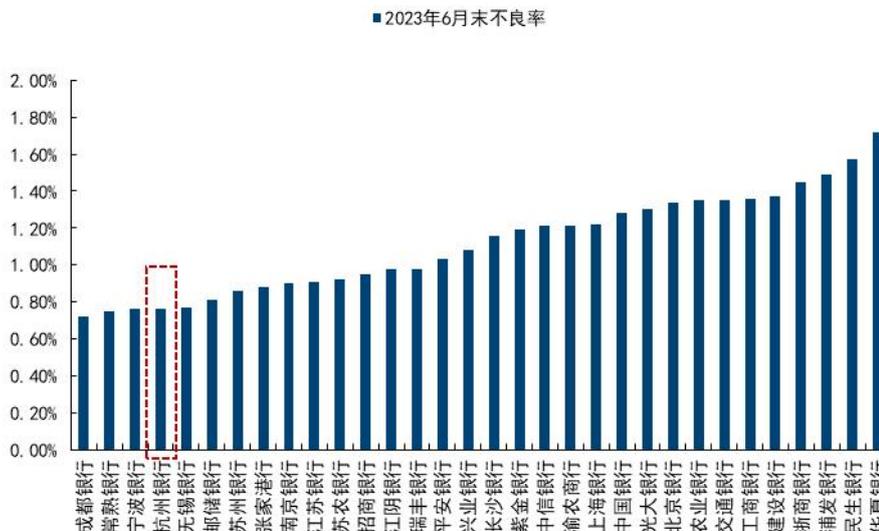
资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

风控机制：对科创企业实行独立审批

目前，对于科创企业，杭州银行在客户准入机制、授信审批机制、风险定价机制、风险容忍政策、激励约束机制这五项均实现了独立运作。另外，还建立了单独的业务协同政策。

- 单独的授信审批机制：公司成立了专门的科创金融审批中心，采取“风险管理前移、授信审批派驻”政策，让专职审查人员和审批人都下沉到专营机构工作，一般 4000 万元额度以内的授信都可以在专营机构内一站式完成，这既能确保审批独立性、又可以提高审批效率。
- 单独的风险容忍政策：公司对科创金融业务采取单独的风险容忍政策，单独下达风险容忍指标，并且会根据业务状况和市场环境动态调整。对创新型科技金融产品相关人员实行尽职免责，制定标准、可识别的职责清单，并设定较高的产品熔断阈值。
- 单独的风险内评机制：发挥国内市场海量数据优势，公司建立了单独的科创企业信用等级评价模型，引入单独的打分表（详情参阅客户体系介绍）。

图18: 杭州银行贷款总额不良率处在低位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

总结

综上,通过“专营、专注、专业、创新”经营理念,科创金融早已成为杭州银行的特色标签。公司早在2009年就率先成立了浙江省内科技金融专营机构——杭州银行科技支行,又先后进阶为科技文创金融事业部和科创金融事业总部,科创金融事业总部的成立彰显了公司把科创金融战略放到了更高的位置,银行内各业务条线的协同将大幅增强,有助于为科创企业提供综合化金融服务。业务模式上,公司主要借鉴学习硅谷银行经验,客群方面,主要聚焦八大重点目标行业,同时紧密围绕创投机构挖掘客户,初步建立了“行业+被投+团队+技术+政策”的五星评价体系,编制客户标签树,对客户实行分层精细化经营。产品体系上,杭州银行对硅谷银行的投贷联动模式进行本土化改革,创新推出投贷联动产品——银投联贷和选择权贷款,当前已初步形成比较完整的“6+1”产品链,可以满足不同生命阶段科创企业的融资需求。审批机制上,杭州银行在客户准入机制、授信审批机制、风险定价机制、风险容忍政策、激励约束机制上均实现了独立运作。公司成立了专门的科创审批中心,采取“风险管理前移、授信审批派驻”政策。

总体而言,目前公司正致力于从银投合作投贷联动为主的“科创2.0”模式向数据与行业专业化驱动的“科创3.0”模式深化,通过不断整合政府部门、科技园区、创业孵化器、风投机构、保险公司、担保公司以及其他科技中介服务机构等资源,积极建设科创金融数据库,研发标准化的客户评价模型,建立客户资源管理系统,向数据与行业专业化驱动的科创金融服务模式转型,探索科创金融模式的可复制性。

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下：

(1) 总资产增长率：杭州银行深耕长三角区域，区域经济发达且信贷需求旺盛。同时，公司近年来持续加大小微和科创等领域信贷投放，为信贷扩张形成有效支撑，预计公司 2023-2025 年资产总额同比分别增长 13.9%/12.5%/11.5%。

(2) 净息差：2023 年一年期 LPR 两次合计下行 20bps，五年期 LPR 下行 10bps。2024 年 2 月五年期 LPR 再次大幅下行 25bps，当前经济复苏缓慢，信贷需求偏弱，预计银行业贷款收益率仍将面临较大下行压力。但目前政策通过调降存款挂牌利率等方式持续引导降低银行业负债端成本，将部分对冲资产端收益率下行压力。因此我们预计银行业净息差仍将持续下行，但下行幅度会逐步收窄。杭州银行当前不断加大小微等高收益资产投放以缓解净息差下行压力，我们预计 2023-2025 年公司净息差（按期初期末平均余额测算）分别为 1.70%/1.63%/1.62%，表现优于同业。

(3) 资产质量：公司不良率和不良净生成率长期保持低位。公司客群优质，风控管理能力强，预计 2023-2025 年不良率仍稳定在较低水平，对应的不良率分别为 0.76%/0.75%/0.75%，信用成本为 1.29%/1.15%/0.90%。

(4) 其他：假设未来分红率维持在 20%；不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件，我们得到公司 2023~2025 年归母净利润分别为 143.5/174.1/209.3 亿元，对应同比增速分别为 23.2%/21.1%/20.2%。对应每股收益分别为 2.42/2.94/3.53 元。

表3：未来三年业绩预测简表（单位：百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	32,932	34,959	38,154	42,152
其中：利息净收入	22,857	24,126	26,643	29,464
手续费净收入	4,674	5,141	5,398	5,938
其他非息收入	5,401	5,692	6,113	6,751
营业支出	19,938	18,980	18,773	18,850
其中：业务及管理费	9,760	9,953	9,539	10,538
资产减值损失	9,855	8,677	8,891	7,932
利润总额	13,003	15,978	19,384	23,306
减：所得税	1,323	1,626	1,973	2,372
归母净利润	11,679	14,352	17,412	20,934
EPS（元）	1.97	2.42	2.94	3.53

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差（按期初期末平均余额测算）对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表4: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
悲观情形: 经济复苏低于预期, LPR 大幅下行, 广义净息差降幅更大				
广义净息差假设	1.81%	1.61%	1.52%	1.45%
归母净利润	11,679	13,792	16,107	18,758
归母净利润增速	26.1%	18.1%	16.8%	16.5%
EPS (元)	1.97	2.33	2.72	3.16
基准情形				
广义净息差假设	1.81%	1.66%	1.62%	1.60%
归母净利润	11,679	14,384	17,412	20,934
归母净利润增速	26.1%	23.2%	21.1%	20.2%
EPS (元)	1.97	2.43	2.94	3.53
乐观情形: 信贷需求恢复, 广义净息差企稳				
广义净息差假设	1.81%	1.71%	1.71%	1.71%
归母净利润	11,679	14,867	18,535	22,478
归母净利润增速	26.1%	27.3%	24.7%	21.3%
EPS (元)	1.97	2.51	3.13	3.79

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值, 相关假设如下:

表5: 一、二阶段假设 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
净资产	98,573	110,553	125,049	142,447	160,385	177,770	196,198	215,731	236,436	258,384	281,649	306,309	332,449	360,158
摊薄 ROE	11.8%	13.0%	13.9%	14.7%	13.8%	13.2%	12.7%	12.3%	11.8%	11.5%	11.2%	10.9%	10.6%	10.4%
归母净利润	11,679	14,352	17,412	20,934	22,190	23,521	24,933	26,429	28,014	29,695	31,477	33,365	35,367	37,489
同比	26.1%	22.9%	21.3%	20.2%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
分红率	20%	20%	20%	20%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
股利	2,372	2,915	3,536	4,252	6,137	6,505	6,895	7,309	7,747	8,212	8,705	9,227	9,781	10,368

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

表6: 折现率假设

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	6%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	20%
β	1.20	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	35%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件, 采用三阶段 DDM 估值方法, 得出公司价值区间为 13.2~15.8 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

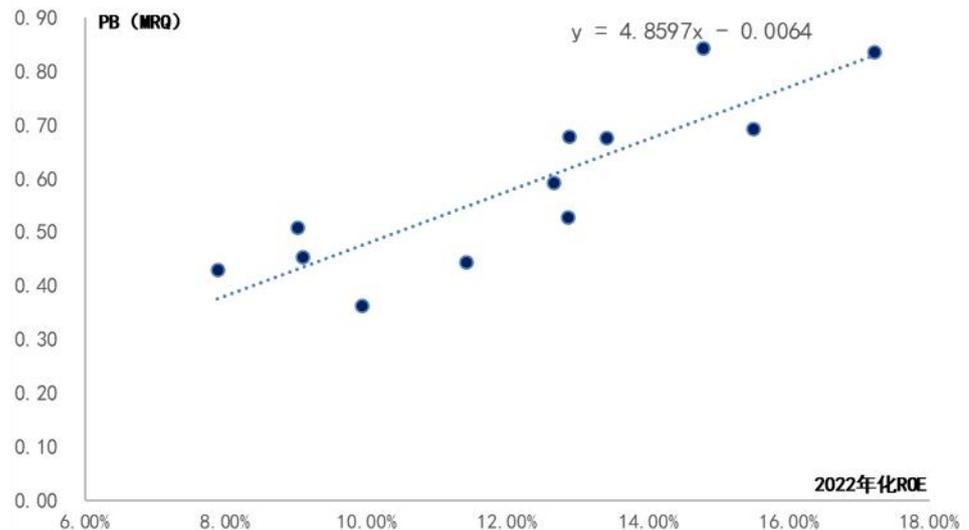
		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续增长率	2.5%	15.8	14.8	13.8	13.0	12.2
	2.8%	16.2	15.1	14.1	13.2	12.4
	3.0%	16.4	15.3	14.2	13.3	12.5
	3.5%	17.1	15.8	14.7	13.7	12.9
	4.0%	17.9	16.5	15.2	14.2	13.2

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将全部上市城商行放在一起进行横向比较。按照 PB（MRQ）以及 2023 上半年年化 ROE（加权），计算的对应公司 PB（MRQ）为 0.79x。考虑到公司深耕长三角区域经济发达，以及公司近年来在大零售和科创领域竞争力持续增强，我们给予公司约 10% 的估值溢价，据此计算公司合理价值为 14.4~15.8 元。

图19：上市城商行估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：按 2024 年 3 月 5 日收盘价计算。

投资建议

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理股价在 13.2~15.8 元，相较当前股价 11.08 元（2024 年 3 月 5 日收盘价）有大约 19%~42% 溢价空间，维持“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值，但该估值

是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。三是公司近年来加大普惠和科创金融领域投入，符合经济转型方向，但当前政策引导下银行纷纷加大投入，给科创金融领域带来一定压力，可能给公司科创金融业务带来一定冲击。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标 (元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.56	1.97	2.42	2.94	3.53	营业收入	29	33	35	38	42
BVPS	12.33	13.76	15.78	18.22	21.16	其中：利息净收入	21	23	24	27	29
DPS	0.35	0.40	0.49	0.60	0.72	手续费净收入	4	5	5	5	6
						其他非息收入	5	5	6	6	7
资产负债表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业支出	19	20	19	19	19
总资产	1,391	1,617	1,841	2,072	2,310	其中：业务及管理费	8	10	10	10	11
其中：贷款	561	673	773	881	996	资产减值损失	11	10	9	9	8
非信贷资产	830	944	1,068	1,190	1,314	其他支出	0	0	0	0	0
总负债	1,300	1,518	1,731	1,947	2,167	营业利润	11	13	16	19	23
其中：存款	817	938	1,056	1,183	1,313	其中：拨备前利润	21	23	25	28	31
非存款负债	483	580	674	763	854	营业外净收入	0	0	(0)	0	0
所有者权益	90	99	111	125	142	利润总额	11	13	16	19	23
其中：总股本	6	6	6	6	6	减：所得税	1	1	2	2	2
普通股净资产	73	82	94	108	125	净利润	9	12	14	17	21
						归母净利润	9	12	14	17	21
总资产同比	18.9%	16.3%	13.9%	12.5%	11.5%	其中：普通股净利润	9	12	14	17	21
贷款同比	21.9%	19.9%	14.9%	14.0%	13.0%	分红总额	2	2	3	4	4
存款同比	16.1%	14.8%	12.6%	12.0%	11.0%	营业收入同比	18.4%	12.2%	6.2%	9.1%	10.5%
贷存比	69%	72%	73%	74%	76%	其中：利息净收入同比	12.6%	10.1%	5.6%	10.4%	10.6%
非存款负债/负债	37%	38%	39%	39%	39%	手续费净收入同比	19.7%	29.5%	10.0%	5.0%	10.0%
权益乘数	15.4	16.4	16.7	16.6	16.2	归母净利润同比	29.8%	26.1%	22.9%	21.3%	20.2%
资产质量指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩增长归因	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.86%	0.77%	0.76%	0.75%	0.75%	生息资产规模	17.9%	18.2%	14.8%	12.8%	12.0%
信用成本率	2.28%	1.76%	1.29%	1.15%	0.90%	净息差 (广义)	-5.4%	-8.1%	-9.3%	-2.4%	-1.4%
拨备覆盖率	567%	565%	517%	481%	434%	手续费净收入	0.9%	2.5%	0.7%	-0.8%	-0.1%
						其他非息收入	4.9%	-0.4%	-0.1%	-0.5%	-0.0%
资本与盈利指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业务及管理费	-1.5%	-3.6%	1.8%	5.3%	0.0%
ROA	0.72%	0.77%	0.83%	0.89%	0.96%	资产减值损失	13.6%	14.2%	14.7%	6.4%	9.6%
ROE	13.5%	15.0%	16.3%	17.3%	17.9%	其他因素	-0.7%	3.3%	0.3%	0.5%	0.2%
核心一级资本充足率	8.43%	8.08%	8.13%	8.35%	8.70%	归母净利润同比	29.8%	26.1%	22.9%	21.3%	20.2%
一级资本充足率	10.40%	9.77%	9.82%	10.04%	10.39%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032